

Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки

[Жовтень 2023 року]

Загальна частина

Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки (далі – Стратегія) – це інструмент, 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 задля відновлення прийняттого рівня боргового навантаження.

Ця Стратегія реалізується в умовах неспровокованого повномасштабного військового вторгнення Росії в Україну, яке розпочалося у 2022 році. З 2015 року Україна досягла значного скорочення боргового навантаження та стійкого економічного зростання. Однак, незважаючи на досягнуту стійкість, українська економіка та державні фінанси зазнали значного впливу агресії з огляду на безпрецедентний характер шоку. Відповідно, потреби України у фінансуванні значною мірою покриваються міжнародними партнерами у вигляді грантів та пільгових позик.

Протягом наступних дванадцяти місяців першочерговим завданням України є покриття потреб у фінансуванні задля забезпечення військових видатків та закладання основ для швидкої відбудови країни. Для досягнення цієї мети, з огляду на високу невизначеність, спричинену війною, необхідне ефективне та активне управління поточним боргом і посилення кооперації із міжнародними партнерами, щоб отримати доступ до зовнішнього пільгового фінансування. Це дозволить послабити тиск на державний бюджет, спричинений російською агресією проти України. Така фінансова стратегія відповідає зобов'язанням України перед МВФ в рамках Механізму розширеного фінансування (EFF), ціллю якої є збереження фіскальної та боргової стійкості.

Після операції із управління державним зовнішнім боргом, яка очікується в першому півріччі 2024 року, ми опублікуємо наступну середньострокову Стратегію управління державним боргом. 24 березня 2023 року українська влада взяла на себе зобов'язання¹ провести операцію з управління зовнішнім комерційним боргом України в 2024 році з метою (i) поступового відновлення боргової стійкості України, (ii) збереження ліквідності та скорочення дефіциту державного бюджету під час програмного періоду МВФ, а також (iii) створення необхідних умов для участі комерційного сектору у післявоєнній відбудові України задля якнайшвидшого відновлення доступу України до ринку. Очікується, що операція з управління офіційним та двостороннім боргом відбуватиметься у два етапи. Офіційні кредитори погодилися на призупинення виплат протягом програмного періоду

¹<https://mof.gov.ua/en/news/ukrainian-authorities-anticipate-a-commercial-debt-treatment-in-2024-3903>

МВФ (2023–2027) і зобов'язалися забезпечити додаткову підтримку в управлінні державним боргом до фінального перегляду програми².

У середньостроковій перспективі Україна продовжить фокусуватись на залученні фінансування з найнижчою можливою вартістю і одночасним обмеженням ризиків.

У зв'язку з цим було визначено три основні цілі управління державним боргом:

- 1. Залучення зовнішнього довгострокового пільгового фінансування та максимізація частки грантів офіційного сектору.*
- 2. Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та сприяння розвитку внутрішнього ринку капіталу.*
- 3. Мінімізація ризику рефінансування.*

²<https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/War-in-Ukraine/debt-service-suspension-for-ukraine.html>

1. Огляд державного боргу України

Державний борг за кредиторами на кінець відповідних періодів

	2021		2022		Червень 2023	
	млрд грн	% від заг. суми	млрд грн	% від заг. суми	млрд грн	% від заг. суми
Зовнішній борг	1,300	55%	2,325	63%	2,922	67%
Міжнародні організації, ЄС	584	25%	1,254	34%	1,782	41%
Уряди іноземних держав	41	2%	183	5%	250	6%
Комерційні банки	51	2%	60	2%	59	1%
Власники ОЗДП	625	26%	829	22%	831	19%
Внутрішній борг	1,063	45%	1,390	37%	1,455	33%
НБУ	314	13%	703	19%	690	16%
Власники ОВДП	529	22%	438	12%	515	12%
Держ. банки, держ. компанії та ФГВФО (капіталізація) ¹	219	9%	249	7%	249	6%
Державний борг	2,363	100%	3,715	100%	4,376	100%
% до ВВП	43.3%		71.6%		67.1%	
Гарантований державою борг	309	12%	360	9%	334	7%
% до ВВП	5.7%		6.9%		5.1%	
Загальний борг	2,672	100%	4,075	100%	4,710	100%
% до ВВП	49.0%		78.5%		72.2%	

Примітка 1 Дані цінні папери обліковуються за номінально-амортизаційною вартістю

Державний борг за інструментами на кінець відповідних періодів

	2021		2022		Червень 2023	
	млрд грн	% від заг. суми	млрд грн	% від заг. суми	млрд грн	% від заг. суми
Ринкові цінні папери¹	1,299	55%	1,691	46%	1,772	40%
ОВДП	529	22%	438	12%	515	12%
НБУ (з прив'язкою до інфляції та облікової ставки) ²	145	6%	425	11%	425	10%
ОЗДП	625	26%	829	22%	831	19%
Кредити від НБУ та ком. банків	53	2%	62	2%	60	1%
Пільгові кредити³	624	26%	1,437	39%	2,032	46%
Кредити від міжнар. організацій, ЄС	584	25%	1,254	34%	1,782	41%
Кредити від ін. країн	41	2%	183	5%	250	6%
Інші цінні папери	387	16%	525	14%	513	12%
Держ. банки, держ. компанії та ФГВФО (капіталізація)	219	9%	249	7%	249	6%
НБУ (вкл. рекапіталізацію) ⁴	167	7%	276	7%	263	6%
Державний борг	2,363	100%	3,715	100%	4,376	100%
% до ВВП	43.3%		71.6%		67.1%	
Гарантований державою борг	309	12%	360	9%	334	7%
% до ВВП	5.7%		6.9%		5.1%	
Загальний борг	2,672	100%	4,075	100%	4,710	100%
% до ВВП	49.0%		78.5%		72.2%	

Примітка 1 Ринкові цінні папери – це, як правило, фінансові активи у формі облигацій, які можна легко обміняти (на фондовому чи позабіржовому ринку) і/або які мають ринкові процентні ставки

Примітка 2 Цінні папери НБУ, що не торгуються на ринку, але випускаються у формі облигацій, а тому класифікуються як ринкові цінні папери згідно Примітки 1

Примітка 3 Пільгові позики – позики, які поєднують i) процентні ставки, нижчі за ринкові ii) пільговий період обслуговування та/або погашення боргу (це визначення є ширшим, ніж визначення МВФ, яке базується на 35% мінімального грантового елементу з використанням ставки дисконтування 5%)

Примітка 4 Дані цінні папери обліковуються за номінально-амортизаційною вартістю

Структура державного боргу за валютами на кінець відповідних періодів

	2021	2022	Червень 2023
	% від заг. суми	% від заг. суми	% від заг. суми
UAH	40%	34%	30%
USD	35%	29%	26%
EUR	14%	23%	29%
GBP	0,02%	0,02%	0,02%
XDR ¹	10%	10%	12%
JPY	1%	1%	1%
CAD	0%	1%	3%
Державний борг	100%	100%	100%

Примітка 1 Борг, номінований у XDR (або СПЗ), стосується виключно боргу перед МВФ. Для довідки, СПЗ МВФ базується на кошику валют, який наразі складається на 43% з доларів США, 29% євро, 12% юанів, 8% єн і 7% фунтів стерлінгів

Структура державного боргу за типом відсоткової ставки на кінець відповідних періодів

	2021	2022	Червень 2023
	% від заг. суми	% від заг. суми	% від заг. суми
Фіксована	74%	66%	68%
Плаваюча	26%	34%	32%
Державний борг	100%	100%	100%

Структура державного внутрішнього боргу України в розрізі строків до погашення

	2021	2022	Червень 2023
	% від заг. суми	% від заг. суми	% від заг. суми
< 3 р.	43%	30%	37%
3-5 р.	12%	7%	8%
5-7 р.	6%	7%	4%
7-10 р.	14%	12%	13%
> 10 р.	24%	44%	38%
Всього внутрішній борг	100%	100%	100%

Структура державного зовнішнього боргу України в розрізі строків до погашення

	2021	2022	Червень 2023
	% від заг. суми	% від заг. суми	% від заг. суми
< 3 р.	0%	2%	8%
3-5 р.	16%	13%	8%
5-7 р.	9%	12%	8%
7-10 р.	28%	21%	24%
> 10 р.	47%	52%	51%
Всього зовнішній борг	100%	100%	100%

2. Порівняльний аналіз державного боргу України

У рамках аналізу було обрано понад 65 країн на основі даних про розміри їх економік, макроекономічні показники впродовж останніх років, а також про їх кредитні рейтинги. Зі списку відповідних країн-аналогів було відібрано 20 країн, які мають опубліковану порівнювану середньострокову стратегію управління державним боргом та актуальні порівнювані дані щодо їх державного боргу.

Вибірку країн-аналогів було розділено на три категорії за такими критеріями:

- **Країни-аналоги за регіоном:** географічна близькість до України. Категорію розділено на дві підгрупи залежно від членства в ЄС. Це відображає поточний статус України як кандидата на членство в ЄС і показує структуру боргу, яку необхідно досягти в середньостроковій перспективі.
- **Країни-аналоги за рейтингом (до агресії РФ):** аналогічний кредитний рейтинг перед агресією РФ відповідно до оцінки міжнародних рейтингових агентств. Цю категорію виключено з аналізу через поточний рівень рейтингу.
- **Країни-аналоги за рейтингом (поточний рейтинг):** аналогічний кредитний рейтинг відповідно до оцінки міжнародних рейтингових агентств.

Країни-аналоги України (S&P / Moody's / Fitch: CCC / Ca / CC) за категорією

Країни-аналоги за регіоном Члени ЄС (6)	Країни-аналоги за регіоном Не члени ЄС (6)	Країни-аналоги за рейтингом (8)
Болгарія (BBB / Baa1 / BBB)	Албанія (B+ / B1 / NR)	Аргентина (CCC- / Ca / CC)
Хорватія (BBB+ / Baa2 / BBB+)	Боснія і Герцеговина (B+ / B3 / NR)	Еквадор (B- / Caa3 / CCC+)
Кіпр (BBB / Ba1 / BBB)	Грузія (BB / Ba2 / BB)	Єгипет (B / B3 / B)
Чехія (AA- / Aa3 / AA-)	Північна Македонія (BB- / NR / BB+)	Гана (SD / Ca / RD)
Угорщина (BBB- / Baa2 / BBB)	Чорногорія (B / B1 / NR)	Нігерія (B- / Caa1 / B-)
Польща (A- / A2 / A-)	Сербія (BB+ / Ba2 / BB+)	Пакистан (CCC+ / Caa3 / CCC)
-	-	Шри Ланка (SD / Ca / RD)
-	-	Туреччина (B / B3 / B)

Джерело Рейтингові агентства (Fitch, S&P, Moody's)

Примітка Станом на 23 серпня 2023 року.

Середні показники для кожної з категорій було використано для порівняння структури державного боргу України в рамках проведеного аналізу.

2.1. Структура державного боргу

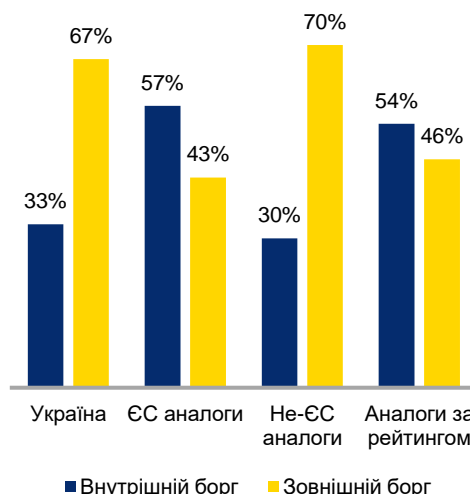
Внутрішній та зовнішній борг

Державний зовнішній борг становить 67% державного боргу України, що є відносно високим показником порівняно з країнами-аналогами

Структура державного боргу України станом на 30.06.2023



Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



Протягом останніх років Україна успішно утримувала відносно високу частку державного внутрішнього боргу на рівні 47% на кінець 2019, 44% на кінець 2020 та 45% на кінець 2021 років. Протягом 2022–2023 років через початок повномасштабної війни Україна значною мірою покладалася на зовнішнє пільгове фінансування, що призвело до зниження частки внутрішнього боргу до 33% станом на червень 2023 року.

Україна продовжує зосереджуватись на розвитку ринку внутрішніх державних облігацій через розширення спектру доступних інструментів та підвищення передбачуваності управління державним боргом. Водночас залучення іноземних інвесторів на ринок на даний момент ускладнено через валютне регулювання, але є пріоритетним після валютної лібералізації.

Порівняльний аналіз демонструє, що Україна перебуває у перехідному періоді та має на меті стати членом ЄС. Країни-аналоги, які не є членами ЄС, мають більшу частку зовнішнього фінансування. Водночас країни-члени ЄС мають більш стійкий внутрішній борговий ринок. Україна продовжуватиме зосереджуватись на розвитку внутрішнього ринку, у тому числі завдяки більш тісній співпраці з ЄС.

Структура державного боргу за інструментами

Станом на червень 2023 року ринкові цінні папери становлять 40% державного боргу України, зокрема 19% – єврооблігації, 12% – ОВДП, а також 10% – облігації, що належать НБУ (ставка купона залежить від ІСЦ / облікової ставки). Частка зовнішніх ринкових цінних паперів у загальному обсязі державного боргу значно зменшилася з 26% на кінець 2021 року до 19% на червень 2023 року. Категорія «Інші» відображає неринковий державний борг і включає, зокрема, ОВДП, випущені для докапіталізації державних банків та державних підприємств. Частка таких капіталізаційних облігацій є значною порівняно з окремими країнами-аналогами і становить десяту частину загального обсягу державного боргу України.

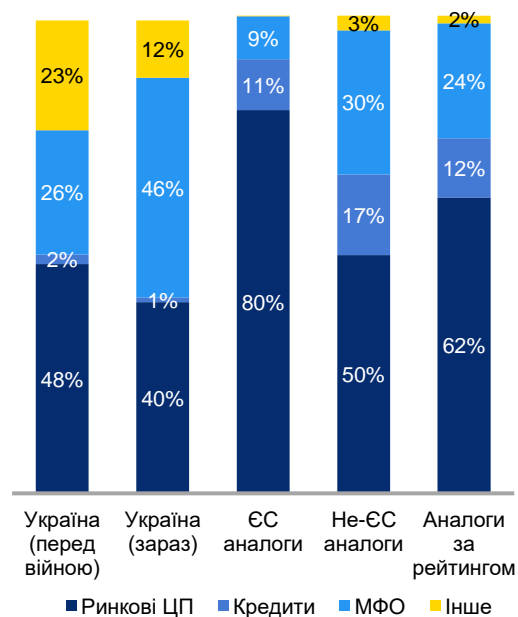
Заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями та іноземними урядами становить 46% від загальної суми державного боргу, що ілюструє їхню підтримку України під час війни. Безперервна підтримка з боку МФО та урядів країн-партнерів в умовах війни призвела до зменшення частки державного боргу за ринковими цінними паперами. Ця

тенденція іде в розріз із намірами збільшити частку ринкових інструментів, проте забезпечує баланс із пільговим фінансуванням, отриманим від МФО.

Структура державного боргу України станом на 30.06.2023

	2021		Червень 2023	
	млрд грн	% від заг. суми	млрд грн	% від заг. суми
Ринкові цінні папери	1,154	49%	1,772	40%
ОВДП	529	22%	515	12%
НБУ (з прив'язкою до інфляції та облікової ставки)	145	6%	425	10%
ОЗДП	625	26%	831	19%
Кредити від НБУ та ком. банків	53	2%	60	1%
Пільгові кредити	624	26%	2,032	46%
Кредити від міжнар. організацій, ЄС	584	25%	1,782	41%
Кредити від ін. країн	41	2%	250	6%
Інші цінні папери	387	16%	513	12%
Держ. банки, держ. компанії та ФГВФО (капіталізація)	219	9%	249	6%
НБУ (вкл. рекапіталізацію)	167	7%	263	6%
Державний борг	2,363	100%	4,376	100%
% до ВВП	43%		67%	

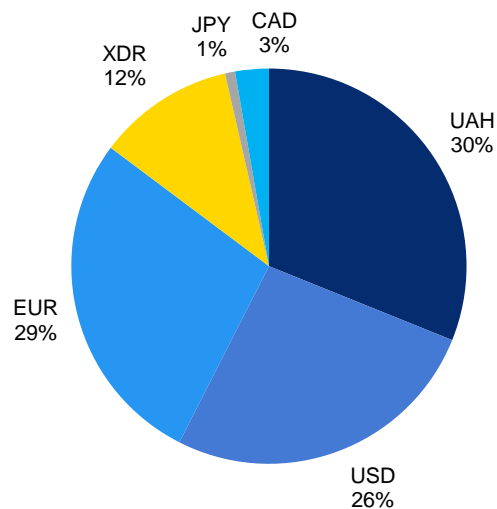
Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



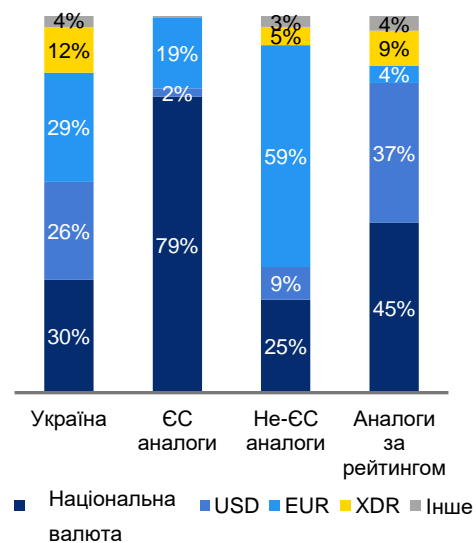
Структура державного боргу за валютами

Станом на червень 2023 року, 70% державного боргу України номіновано в іноземній валюті. Частка боргу в євро стрімко зросла з 14% станом на кінець 2021 року до 29% станом на червень 2023 року внаслідок збільшення макрофінансової допомоги ЄС (далі – МФД). Борг, номінований у доларі США, є другою за величиною категорією і переважно складається із еврооблігацій. Номінований у СПЗ борг, залучений у рамках фінансування за програмами МФФ, становить 12% державного боргу України станом на червень 2023 року. Водночас наявність внутрішнього боргу, номінованого в іноземній валюті (до 10% від внутрішнього боргу та 3% від всього державного боргу), збільшує валютні ризики.

Державний борг України в розрізі валют станом на 30.06.2023



Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)

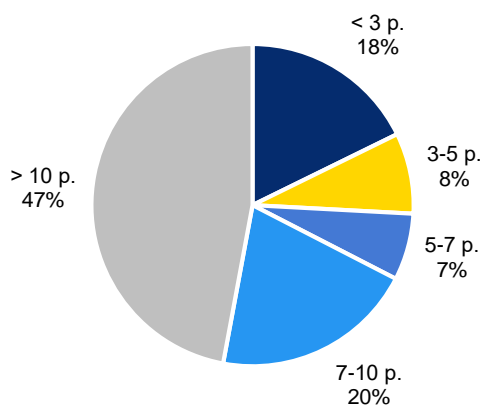


Примітка Для країн-членів Єврозони євро є національною валютою.

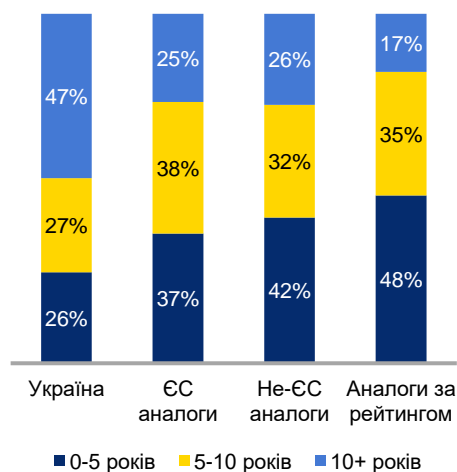
Структура державного боргу за строками до погашення

Найбільша частка припадає на боргові інструменти зі строком погашення понад 10 років. Станом на червень 2023 року середньозважений строк до погашення внутрішнього боргу України (з урахуванням ОВДП у портфелі НБУ) становить 8,4 років, тоді як державний зовнішній борг погашається в середньому через 10,1 років (на кінець 2021 року середній строк погашення зовнішнього боргу становив 6,3 років). Як наслідок, середньозважений строк до погашення державного боргу України становить 9,5 років.

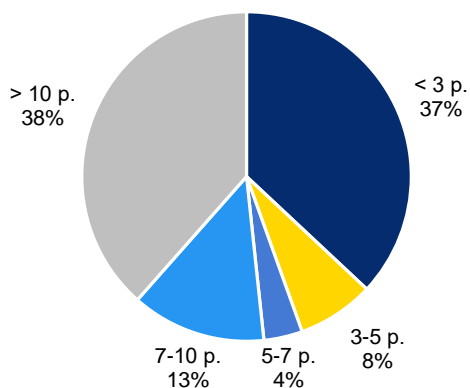
Державний борг України в розрізі строків до погашення станом на 30.06.2023



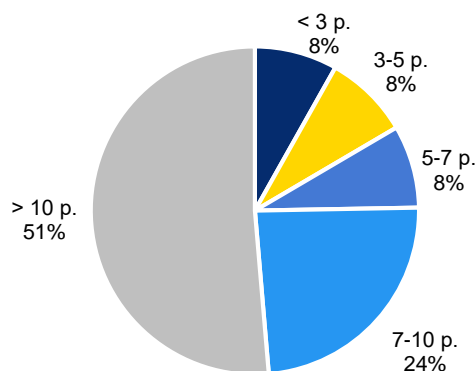
Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



Державний внутрішній борг України в розрізі строків до погашення станом на 30.06.2023



Державний зовнішній борг України в розрізі строків до погашення станом на 30.06.2023

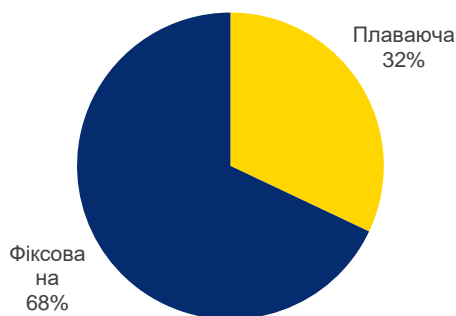


Структура державного боргу за типом відсоткових ставок

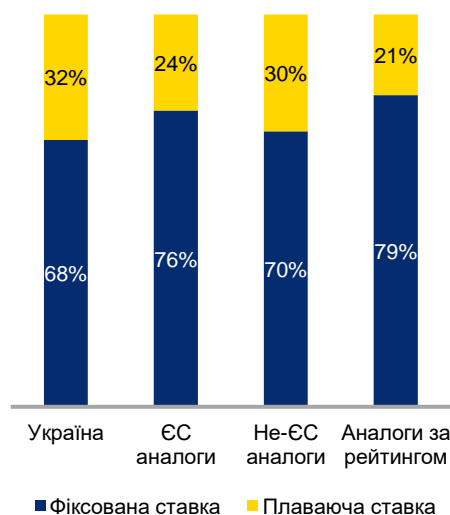
68% державного боргу України становлять інструменти із фіксованою ставкою, що зменшує процентний ризик. Іншим показником оцінки процентного ризику є частка державного боргу, що рефінансуватиметься протягом одного року, що призводить до перегляду ставок. Ця частка становить 44% всього державного боргу та 53% внутрішнього боргу.

Державний борг України із плаваючою відсотковою ставкою переважно прив'язаний до відсоткової ставки за спеціальними правами запозичення (СПЗ) МВФ, облікової ставки Національного банку України (далі – НБУ) для ОВДП у портфелі НБУ та ставки забезпеченого фінансування «овернайт» (SOFR), яка загалом являє собою заборгованість перед Світовим банком. Частка державного боргу, прив'язаного до відсоткової ставки СПЗ, становить 11% у загальній структурі, частка державного боргу, прив'язаного до облікової ставки НБУ та ставки SOFR – по 7% відповідно. Отже, платежі за державним боргом є чутливими до зростання відсоткових ставок в Єврозоні та США.

Державний борг України за типом відсоткової ставки станом на 30.06.2023



Порівняння України із країнами-аналогами (%)



Структура державного боргу за умовами фінансування

46% державного боргу становлять пільгові кредити (25% до повномасштабної війни).

Значна частка пільгових кредитів у структурі державного боргу України є наслідком співпраці з МФО до війни, а також значних обсягів пільгового фінансування, залучених після початку російського вторгнення у 2022 році. Однією з цілей цієї Стратегії є збільшення обсягів фінансової підтримки шляхом поглиблення співпраці з ЄС, МВФ, Світовим банком, ЄІБ та ЄБРР, а також через розвиток нового партнерства з іноземними країнами.

Державний борг у розрізі кредиторів станом на 30.06.2023

	Червень 2023		% до ВВП
	млрд грн	% від заг. суми	
Непільгове фінансування	2,345	53.6%	35.9%
Пільгове фінансування, вкл.	2,032	46.4%	31.1%
ЄС (МФД)	824	18.8%	12.6%
МВФ	510	11.6%	7.8%
Світовий Банк	340	7.8%	5.2%
Уряди іноземних держав	250	5.7%	3.8%
ЄІБ	100	2.3%	1.5%
ЄБРР	8	0.2%	0.1%
Державний борг	4,376		67.1%

Порівняння України із країнами-аналогами (%)

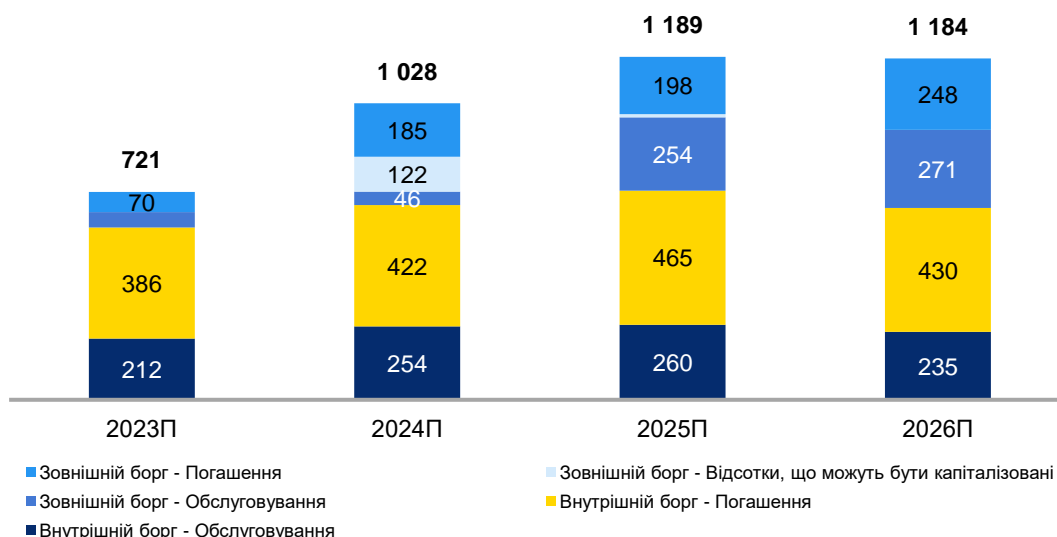


2.2. Обслуговування і погашення державного боргу

Графік виплат за державним боргом України

Значні виплати за державним боргом України припадають на 2024–2026 роки. Це зумовлено значним збільшенням боргового фінансування для забезпечення потреб, спричинених війною. Середній розмір виплат за державним боргом у 2023–2026 роках становитиме 1 031 млрд грн на рік (на основі поточних боргових зобов'язань).

Графік виплат за державним боргом України, млрд грн (на основі поточних боргових зобов'язань)¹



Примітка 1 Поточний профіль виплат за боргом передбачає капіталізацію купонних платежів у вересні 2024 року, відстрочених у рамках операції з управління державним боргом у серпні 2022 року. Також офіційні кредитори погодилися на відстрочення всіх виплат основної суми та відсотків протягом програмного періоду МВФ (2023-2027).

Періоди пікових платежів за державним боргом

Платежі за державним боргом у 2023–2026 роках (на основі поточних боргових зобов'язань)

млрд грн	2023	2024	2025	2026
Всього	721	1 028	1 189	1 184
Середнє	1 031			
Боргові виплати / ВВП	11,1%	13,4%	13,3%	11,7%
Виплати боргу / Доходи державного бюджету	25,3%	32,2%	32,4%	28,6%

Джерело Міністерство фінансів України, МВФ

Мінімізація піків рефінансування може бути досягнута шляхом (i) залучення пільгових довгострокових кредитів (> 5 років) та (ii) проведенням операцій із управління державним боргом (на додаток до очікуваної у найближчому майбутньому операції з управління державним боргом. Це дозволить зменшити ризик рефінансування в коротко- та середньостроковій перспективі). Операції з управління боргом полягають у рефінансуванні державних боргових зобов'язань (внутрішніх або зовнішніх) до їх кінцевої дати погашення з метою згладжування профілю погашення державного боргу, зниження ризику рефінансування, збільшення середньозваженого строку погашення та/або зменшення середньої вартості боргу.

Для прикладу, Україна проводила такі операції з управління боргом у 2017 та 2020 роках.

У вересні 2017 року Україна виконала тендерну пропозицію щодо своїх єврооблігацій із погашенням у 2019 та 2020 роках і рефінансувала номінальну суму в 1,6 млрд доларів, що еквівалентно 64% серії 2019 року та 23% серії 2020 року. Операція була профінансована шляхом випуску нових 15-річних єврооблігацій, що значно знизило ризик рефінансування. Подібні операції й надалі розглядатимуться Україною у разі настання відповідних можливостей на ринку.

У липні 2020 року Україна виконала тендерну пропозицію щодо зміни строків єврооблігацій із погашенням у 2021 та 2022 роках і успішно рефінансувала близько 800 млн доларів за рахунок випуску нових 12-річних єврооблігацій.

2.3. Вартість обслуговування державного боргу

Динаміка видатків на обслуговування державного боргу (на основі поточних боргових зобов'язань)

	2021	2022	2023
Виплата відсотків за державним внутрішнім боргом (екв. млрд. грн.)	99,5	117,9	212,0
млрд дол. США	3,6	3,6	5,1
% до ВВП	1,8%	2,3%	4,1%
% до доходів державного бюджету	7,7%	7,9%	15,2%
Виплата відсотків за державним зовнішнім боргом (екв. млрд. грн.)	50,6	38,6	53,3
млрд дол. США	1,9	1,2	1,3
% до ВВП	0,9%	0,7%	1,0%
% від доходів державного бюджету	3,9%	2,6%	3,8%
Виплата відсотків за загальним державним боргом (екв. млрд. грн.)	150,1	156,5	265,3
млрд дол. США	5,5	4,8	6,4
% до ВВП	2,7%	3,0%	5,1%
% від доходів державного бюджету	11,6%	10,5%	19,1%

Середня вартість обслуговування державного боргу

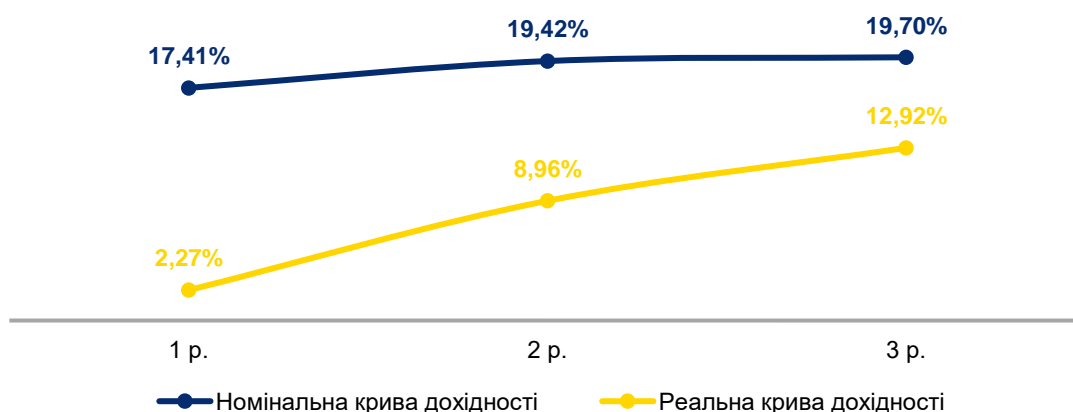
Станом на кінець червня 2023 року середньозважена вартість державного боргу України становила 7,3%. Цей показник становив 3,6% у країн-аналогів за рейтингом (до агресії РФ) та 9,5% у країн-аналогів за поточним рейтингом. Водночас країни-аналоги за регіоном демонструють значно нижчу вартість боргу – в середньому на рівні 2,5%. Вартість боргу зумовлено середньою вартістю зовнішнього боргу на рівні 3,6% та 14% для внутрішнього боргу, що спричинено інфляцією та зусиллям НБУ з її стримування. Вартість державного боргу України зросла лише на 0,4 п.п. порівняно з довоєнним рівнем, незважаючи на війну та посилення інфляційного тиску у світі протягом останніх років. Така динаміка зумовлена активним залученням зовнішніх пільгових кредитів протягом 2022–2023 років за нижчими ніж ринкові відсотковими ставками (в середньому близько 2,0%). Це призвело до зростання зовнішнього боргу з 55% на кінець 2021 року до 67% у червні 2023 року.

Динаміка середньозваженої вартості боргу в Україні (%)

Середньозважена вартість боргу в Україні порівняно з вибраними країнами-аналогами (%)



Крива дохідності ОВДП у гривні на первинних аукціонах



Примітка Номінальна крива дохідності у гривні базується на результатах первинних аукціонів з липня 2022 по червень 2023 року; реальну криву дохідності у гривні розраховано на основі прогнозу індексу споживчих цін НБУ зі Звіту про інфляцію від квітня 2023 року (безпосередні прогнози на перші три роки та стабільний рівень індексу споживчих цін на рівні 5%, що є середньостроковою ціллю НБУ, передбачено на наступні роки).

Крива реальної дохідності гривневих ОВДП є висхідною протягом наступних трьох років, що пов'язано з очікуваним зниженням інфляції в наступні роки.

2.4. Зміни протягом 2021–2023 років

Кредитні рейтинги України

Поточні кредитні рейтинги України				
	Standard & Poor's	Fitch	Moody's	Rating and Investment Information (R&I)
Поточний рейтинг	ССС / Негативний	СС / -	Са / Негативний	ССС / Перегляд з можливим зниженням
Остання зміна рейтингу	Зниження до ССС Негативний (Квітень 2023)	Підтвердження рейтингу СС (Червень 2023)	Зниження до Са Негативний (Лютий 2023)	Зниження до ССС (Липень 2022)

Примітка Станом на 31 липня 2023 року

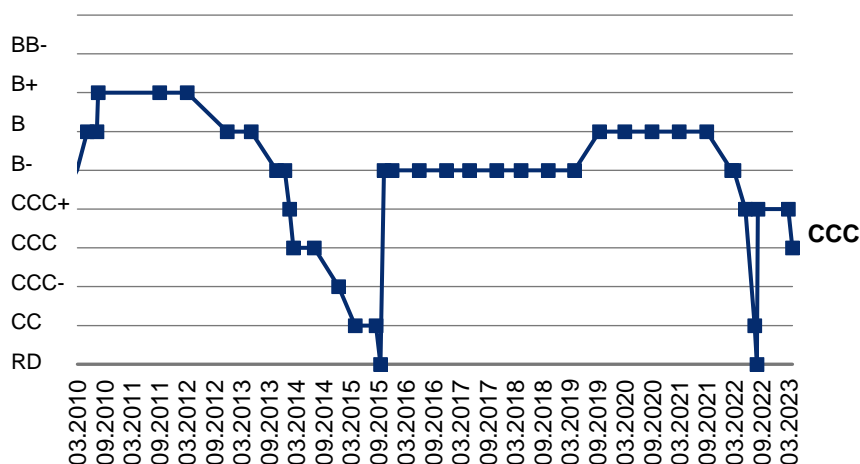
(1) Міжнародне рейтингове агентство S&P

Кредитний рейтинг України в S&P базується на оцінці п'яти складових факторів, кожен з яких оцінений від 1 (найвищий) до 6 (найнижчий) балів

- Інституційна оцінка – «5»
- Економічна оцінка – «5»
- Зовнішня оцінка – «6»
- Фіскальна оцінка – «6»
- Монетарна оцінка – «6»

Поєднання цих факторів призводить до індикативного та остаточного довгострокового кредитного рейтингу в іноземній валюті на рівні "B-". Водночас присвоєно рейтинг «ССС» на основі «Критеріїв для присвоєння рейтингів «ССС+», «ССС», «ССС-» і «СС», що підкріплюється такими висновками:

- Середньострокові перспективи зростання економіки залишаються невизначеними і залежать від розвитку військових дій.
- Спроможність обслуговувати борг залишається вразливою та залежить від сприятливих зовнішніх умов для виконання фінансових зобов'язань.



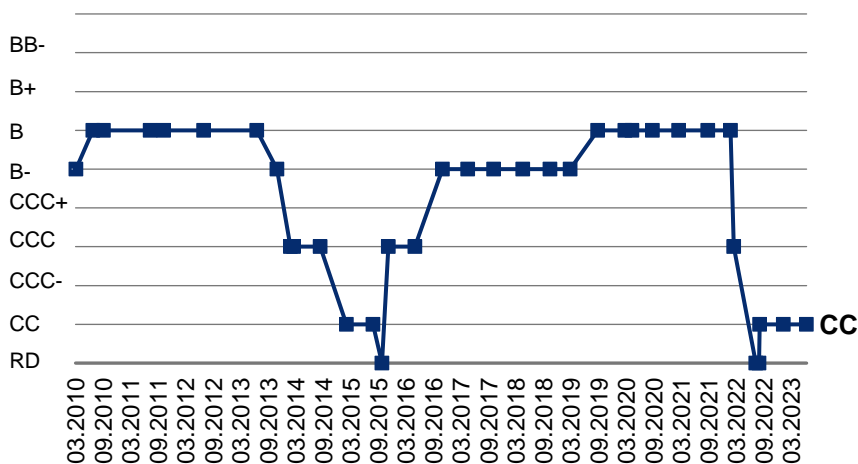
(2) Міжнародне рейтингове агентство Fitch

Fitch визначає кредитний рейтинг України на основі оцінки 18 показників у рамках Суверенної рейтингової моделі (далі – SRM). Ці показники згруповані за чотирма категоріями:

- структурні показники;

- макроекономічні показники;
- державний бюджет;
- зовнішнє фінансування.

Результатом SRM є індикативний довгостроковий кредитний рейтинг в іноземній валюті "CCC+". Водночас з березня 2022 року Fitch не використовує SRM та QO для визначення кредитного рейтингу України через триваючу війну та проведену операцію з управління державним боргом у серпні 2022 року. Оцінку «СС» було здійснено з огляду на високий рівень невизначеності навколо українського боргу.



Співробітництво з міжнародними фінансовими організаціями та урядами-партнерами

На тлі війни Росії проти України, що розпочалася в лютому 2022 року, пільгове фінансування від міжнародних партнерів стало ключовим джерелом фінансування бюджету України. Станом на кінець липня 2023 року Україна залучила 60,2 млрд доларів у вигляді грантів та пільгових кредитів / гарантій (у тому числі 32,1 млрд доларів США у 2022 році).

Надані кредити є довгостроковими (наприклад, до 35 років для МФД ЄС), мають пільговий період від 5 до 10 років, а також пільгові відсоткові ставки.



























Станом на липень 2023 року ЄС, США, МВФ, Канада та Світовий банк надали 51,8 млрд доларів (83% від загальної суми). Решту 8,4 млрд доларів США покрили ЄІБ, Німеччина, Велика Британія, Японія та 17 інших країн.

Канадські облігації «Суверенітет України»

У грудні 2022 року Канада надала Україні **кредит у розмірі 500 млн канадських доларів** через спеціальний механізм. Канада зробила спеціальний випуск облігацій «Суверенітет України» для залучення коштів на підтримку державного бюджету України. Призначення коштів – надання критичних послуг українцям, таких як виплата пенсій, закупівля палива та відновлення енергетичної інфраструктури. **5-річний інструмент пропонує 3,245% дохідності для канадських інвесторів.**

Цей випуск повністю гарантований урядом Канади, який покриває кредитний ризик, пов'язаний з позицією. Надходження від випуску були перераховані Україні у вигляді спеціальної позики через Адміністративний рахунок МВФ, метою якого є координація міжнародної фінансової підтримки України.

Джерела фінансування державного бюджету з лютого 2022 року³

млн дол	2022			2023			Усього з лютого 2022
	Кредити	Гранти	Усього	Кредити	Гранти	Усього	
 ЄС	7 265	696	7 961	11 428	-	11 428	19 389
 США	-	11 980	11 980	-	8 500	8 500	20 480
 МВФ	2 693	-	2 693	3 592	-	3 592	6 286
 Канада	1 889	-	1 889	1 757	-	1 757	3 645
 Світовий банк	1 385	-	1 385	579	-	579	1 964
 ЄІБ	1 720	-	1 720	-	-	-	1 720
 Німеччина	324	1 260	1 584	-	52	52	1 636
 Велика Британія	949	91	1 040	499	-	499	1 539
 Японія	581	-	581	1 496	-	1 496	2 078
 Франція	437	-	437	-	-	-	437
 Італія	206	125	330	-	-	-	330
 Нідерланди	318	-	318	-	-	-	318
 Данія	30	21	51	-	-	-	51
 Іспанія	-	-	-	36	50	86	86
 Швеція	49	-	49	-	-	-	49
 Литва	10	12	22	-	-	-	22
 Норвегія	-	21	21	-	-	-	21
 Фінляндія	-	-	-	-	36	36	36
 Ірландія	-	-	-	-	21	21	21
 Латвія	10	5	16	-	-	-	16
 Австрія	-	11	11	-	-	-	11
 Швейцарія	-	-	-	-	10	10	10
 Бельгія	-	5	5	-	3	3	8
 Албанія	-	1	1	-	-	-	1
 Ісландія	-	0	0	-	2	2	2
 Естонія	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1
Усього	17 867	14 228	32 095	19 387	8 674	28 061	60 156

Макрофінансова допомога Європейського Союзу (МФД). Протягом 2022–2023 років ЄС виділив кошти в рамках трьох різних програм МФД для України. Остання та найбільша програма MFA+ була підписана 16 січня 2023 року.

Зазначена програма складається з кредитного пакета на суму 18 млрд євро на пільгових умовах. Ці кредити мають 35-річний строк погашення (вкл. з 10-річним пільговим періодом), а відсоткові витрати відшкодовуються ЄС. 3 млрд євро було виділено одразу після підписання, тоді як інші виплати залежать від реалізації реформ. Виплати можливо здійснити до березня 2024 року.

Загалом у 2021–2023 роках Україні було виділено понад 16,7 млрд євро в рамках трьох програм МФД.

США. 29 квітня 2022 року Україна отримала перший безповоротний грант від США у розмірі 0,5 млрд доларів у рамках проекту Світового банку "Ukraine PEACE"⁴. Загалом Україна отримала 20,5 млрд доларів США грантів від США, ще 2,4 млрд доларів США мають надійти у другій половині 2023 року. Ці кошти спрямовуються на першочергові соціальні, гуманітарні та медичні видатки, а також на підтримку внутрішньо переміщених осіб.

МВФ. 09 березня 2022 року МВФ схвалив виділення Україні 1,0 млрд СПЗ (близько 1,4 млрд дол.), 50% квоти України в рамках Інструменту швидкого фінансування (RFI). Україна скасувала програму Stand-by⁵ та висловила намір співпрацювати з МВФ для розробки нової програми, спрямованої на відновлення та економічне зростання. 07 жовтня 2022 року МВФ надав черговий транш у розмірі 1,0 млрд СПЗ (близько 1,3 млрд доларів) у рамках розширення до Інструменту швидкого фінансування (так званого антишокового продовольчого вікна).

³ Станом на 31 липня 2023 року.

⁴ Проект «Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого державного управління в Україні» (PEACE) допомагає Уряду України підтримувати критичні (соціальні, гуманітарні та медичні) бюджетні видатки. Проект став платформою для акумулювання донорського фінансування (грантів та гарантій), яке станом на кінець червня 2023 року становить близько 20 млрд доларів.

⁵ Програма Stand-by надає короткострокову (зазвичай 12–24 місяці, але не більше 36 місяців) фінансову допомогу країнам, які мають проблеми з платіжним балансом. 14-місячну програму SBA для України підписано у червні 2020 року. У жовтні 2021 року її продовжено до червня 2022 року.

08 квітня 2022 року МВФ відкрив Адміністративний рахунок для України, метою якого є акумулювання коштів від донорів у вигляді грантів та кредитів, обсяг яких на сьогодні становить 4,5 млрд доларів США.

23 листопада 2022 року Україна запросила 4-місячну Моніторингову програму із залученням Ради фонду для України (РМВ) для закріплення макроекономічної політики та підготовки до повноцінної програми МВФ. У грудні 2022 року МВФ схвалив цей запит, а в лютому 2023 року завершив огляд України за цією програмою.

31 березня 2023 року МВФ схвалив 48-місячну Механізм розширеного фінансування (EFF) на суму 11,6 млрд СПЗ (577% від квоти, або близько 15,6 млрд доларів) і одразу ж виділив 2 млрд СПЗ (близько 2,7 млрд доларів). 29 червня 2023 року, після успішного завершення першого перегляду, виділено ще 0,7 млрд СПЗ (близько 0,9 млрд доларів).

Канада. Протягом 2022–2023 років Україна отримала 3,6 млрд доларів США пільгових кредитів від Канади. 3,3 млрд доларів США було надано у формі пільгових кредитів строком на 10 років та пільговим періодом на 4,5 роки. Решту 0,4 млрд доларів США було покрито за рахунок випуску 5-річних облігацій «Суверенітет України»⁶.

Світовий Банк. Протягом 2022–2023 років Світовий банк виділив Україні 4,6 млрд доларів США за восьми різними програмами. На тлі російського вторгнення Світовий банк перерозподілив кошти з програм, які вже діяли (наприклад, проєкт «Екстремне реагування на COVID-19 та вакцинація в Україні»).

07 березня 2022 року Світовий банк схвалив додатковий пакет бюджетної підтримки під назвою «Фінансування на відновлення в умовах надзвичайної економічної ситуації в Україні» (FREE Ukraine), що передбачав надання позики у розмірі 0,4 млрд доларів, і паралельно розпочав розробку спеціальної програми підтримки України у воєнний час.

09 червня 2022 року підписано програму PEACE, спрямовану на підтримку критично важливих бюджетних видатків України (зокрема охорону здоров'я та соціальну сферу). Світовий банк надав 1,5 млрд доларів США 15 різними траншами в рамках цієї програми у вигляді 10- та 18-річних кредитів з 4-річним пільговим періодом.

Крім того, програми FREE Ukraine, PEACE тощо стали платформою для мобілізації донорської підтримки у вигляді грантів та гарантій. З лютого 2022 року Світовий банк мобілізував понад 37,5 млрд доларів США на фінансову підтримку України, з яких на сьогодні вже виплачено майже 23 млрд доларів США.

Європейський інвестиційний банк (ЄІБ). Протягом 2022–2023 років ЄІБ надав Україні 0,7 млрд доларів у вигляді пільгових кредитів. 04 березня 2022 року ЄІБ схвалив Пакет «Екстремні заходи солідарності» на суму 0,7 млрд євро для прямої бюджетної підтримки.

Підтримка України від основних МФО та країн-партнерів

МФО / Офіційний кредитор	Сума	Вибірка основних умов програми
ЄС	МФД у розмірі 16,7 млрд євро (виділено впродовж 2020 – 2023)	МФД+
		<ul style="list-style-type: none">– Угоду підписано у січні 2023 року– Розмір: 18 млрд євро– Загальна виділена сума: 9 млрд євро (5 траншів)– Відсоткова ставка: ЄС покриває відсоткові витрати– Строк погашення: до 2053 року з 10-річним пільговим
		Виняткова МФД:
		<ul style="list-style-type: none">– Угоду підписано у жовтні 2022 року– Розмір: до 5 млрд євро– Загальна виділена сума: 5 млрд євро (3 транші)

⁶ 29 листопада 2022 року уряд Канади випустив 5-річні облігації «Суверенітет України» на суму 500 млн канадських доларів, щоб надати канадцам можливість безпосередньо підтримати Україну. Надходження від випуску облігацій були перераховані Україні через Адміністративний рахунок МВФ.

- Відсоткові ставка: 3,375% для першого траншу 3,0% для другого траншу, 2,5% для третього траншу. ЄС покриває більшість відсоткових витрат
- Строк погашення: до 2042 року для 1 траншу; до 2053 для 2 траншу; до 2052 для 3 траншу

Виняткова МФД:

- Угоду підписано у липні 2022 року
- Розмір: до 1 млрд євро
- Загальна виділена сума: 1 млрд євро (2 транші по 500 млн євро)
- Відсоткова ставка: 1,75% для 1 траншу; 2,125% для 2 траншу. ЄС покриває більшість відсоткових витрат.
- Строк погашення: до 2034 року для 1 траншу; до 2040 для 2 траншу

Надзвичайна МФД:

- Угоду підписано у березні 2022 року
- Розмір: до 1,2 млрд євро
- Загальна виділена сума: 1,2 млрд євро (2 транші)
- Відсоткова ставка: 0,875% для 1 траншу, 1,0% для другого траншу.
- Строк погашення: до 2037 року для 1 траншу, до 2032 року для 2 траншу

МФД (COVID-19):

- Угоду підписано у липні 2020 року
- Загальна виділена сума: 1,2 млрд євро (останній транш виділено у жовтні 2021 року)
- Відсоткова ставка: 0,125% для 1 траншу, 0,250% для 2 траншу
- Строк погашення: до 2035 року для 1 траншу; до 2036 року для 2 траншу

США	20,5 млрд доларів (виділено впродовж 2022 – 2023)	<p><u>Грантова бюджетна підтримка:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Розпочалась на тлі агресії РФ - Розмір (2022-23): 22,9 млрд доларів - Надається через Трастовий Фонд Світового банку
МВФ	6,7 млрд СПЗ (виділено впродовж 2020 – 2023)	<p><u>Механізм розширеного фінансування (EFF)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - 48-місячну програму підписано в березні 2023 року - Загальний розмір: 11,6 млрд СПЗ - Загальна виділена сума: 2,6 млрд СПЗ станом на 30 червня 2023 року - Строк погашення: до 2037 року <p><u>Інструмент швидкого фінансування (RFI):</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Угоди по закупівлям в рамках RFI підписані у березні та жовтні 2022 року - Загальний розмір: 2,0 млрд СПЗ (1,0 млрд СПЗ кожна угода) - Загальна виділена сума: 2,0 млрд СПЗ - Строк погашення: до 2027 року <p><u>Stand-by (SBA):</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - 18-місячна програму Stand-by підписано у липні 2020 року (продовжена до 21 місяця; скасовано в березні 2022 року) - Загальна виділена сума: 2,0 млрд СПЗ - Строк погашення: до 2026 року
Канада	3,6 млрд доларів (виділено впродовж 2022-2023)	<p><u>Пільгові кредити:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Загальна виділена сума: 3,3 млрд доларів - Відсоткова ставка: 1,69% для 1 і 2 траншу, 3,245% для 3 траншу, 1,5% для 4 траншу. Пільговий період у 4,5 роки на виплату відсотків - Строк: 10 років з пільговим періодом у 4,5 роки <p><u>Облігації «Суверенітет України»</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Випущені у листопаді 2022 року - Загальна виділена сума: 0,4 млрд доларів - Відсоткова ставка: 3,155% річних - Строк: 5 років

Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого

державного управління в Україні (МАР):

- Загальна виділена сума: 1,0 млрд доларів (11 траншів)
- Строк: 10 років з 4-річним пільговим періодом
- Двосторонні гарантії

Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого

державного управління в Україні (Світовий банк):

- Загальна виділена сума: 0,5 млрд доларів (4 транші)
- Двосторонні гарантії
 - o Великобританія: 450 млн доларів
 - o Нідерланди: 21 млн доларів
 - o Литва: 10 млн доларів
 - o Латвія: 10 млн доларів
- Строк: 18 років з 4-річним пільговим періодом

Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого державного управління в Україні (додаткове фінансування):

- o Загальна виділена сума: 1,53 млрд доларів
- o Гарантія Великобританії: 1,5 млрд доларів
- o Гарантія Данії: 30 млн доларів

Світовий банк

4,6 млрд доларів
(виділено впродовж
2021-2023)

Фінансування на відновлення в умовах надзвичайної

економічної ситуації в Україні – FREE Ukraine:

- Загальна виділена сума: 0,4 млрд доларів
- Світовий банк: 312 млн доларів
- Двосторонні гарантії:
 - o Нідерланди: 80 млн доларів
 - o Швеція: 50 млн доларів

Екстрене реагування на COVID-19 та вакцинація в Україні:

- Загальна виділена сума: 0,25 млрд доларів
- Строк: 19 років з 5-річним пільговим періодом

Інші програми:

- Загальна виділена сума: 0,25 млрд доларів
- Строк погашення: 2037-2055, пільговий період до 2024-2026
- Двосторонні гарантії:
- Іспанія: 43 млн євро

ЄІВ

0,7 млрд доларів
(виділено впродовж
2022)

Вибрані проєкти:

- Підтримка МСБ
- Підтримка сільськогосподарського сектору

2.5. ОВДП для фінансування військових видатків

Для фінансування військових видатків Україна покладається на внутрішній борговий ринок. З березня 2022 року Україна регулярно випускає військові облигації на внутрішньому ринку, щоб забезпечити безперервне забезпечення фінансових потреб держави в умовах воєнного стану. Уряд зобов'язується використовувати ці кошти на підтримку армії для закупівлі зброї, боєприпасів, обладнання, продуктів харчування та медикаментів. Для населення військові облигації – це чудова можливість поєднати підтримку обороноздатності країни із вигідним інвестуванням.

Військові облигації номіновано в національній валюті. Вони можуть бути придбані як резидентами, так і нерезидентами, інституційними та індивідуальними інвесторами. Станом на 30 червня 2023 року, 130 млрд грн було залучено до державного бюджету у 2023 році за рахунок випусків військових облигацій.

Нещодавні випуски характеризувались високою дохідністю. У липні 2023 року Україна залучила 24,5 млрд грн військових облигацій за ставкою, з яких 16,2 млрд грн були номіновані у гривні за ставкою від 18% до 19,2%, залежно від строку погашення від 10 місяців до 1,5 років.

2.6. Подальше фінансування

США. У серпні 2023 року Білий дім звернувся до Конгресу з проханням надати **додаткові 24 млрд доларів** для **посилення підтримки України** з боку США. Це збільшить загальний обсяг допомоги до 135 млрд доларів з початку війни. Фінансову підтримку буде спрямовано на військові і гуманітарні цілі. **Додатковий план допомоги надається в контексті тривалішої та масштабнішої війни, що передбачає більшу підтримку.**

Станом на вересень 2023 року, 24 млрд доларів запланованої фінансової підтримки України поділяється на три основні категорії:

- 14,1 млрд доларів – військові видатки. З них 10,5 млрд доларів – фінансування регулярних урядових операцій, а 3,6 млрд доларів – посилення американського військового виробництва для забезпечення України додатковими оборонними можливостями;
- 6,5 млрд доларів – гуманітарна допомога, щоб пом'якшити вплив війни на українське населення;
- 3,0 млрд доларів – інші видатки державного бюджету України.

Цю програму спрямовано на підтримку України, хоч і не всі 24 млрд доларів безпосередньо спрямовуватимуться в країну. Частину коштів може бути розподілено через МФО, такі як Світовий банк, МВФ. До кінця року очікується на оголошення ще одного пакета допомоги.

ЄС. Європейська Комісія має намір створити спеціальний інструмент для відновлення України та підтримки її макрофінансової стабільності. **Інструмент для підтримки відновлення, відбудови та модернізації України** має сягнути **50 млрд євро** на період з **2024 по 2027 рік** як у вигляді грантів, так і у вигляді кредитів. Гранти буде мобілізовано через спеціальний інструмент, запропонований в контексті середньострокового перегляду Багаторічної фінансової програми (MFF). Кредити буде гарантовано за рахунок вільного залишку коштів⁷.

Програма базується на трьох критеріях, а саме:

- **Критерій I:** Комісія надаватиме підтримку Україні у формі грантів та кредитів. Перший критерій має на меті забезпечити стабільним і передбачуваним фінансуванням, особливо для підтримки державного бюджету. Уряд має підготувати **План відновлення, реконструкції та модернізації країни**, щоб скористатися цією підтримкою. План має включати структурні реформи, необхідні для інтеграції в ЄС.
Загалом у рамках цього критерію ЄС планує виділити 6,0 млрд євро у вигляді грантів та 33,0 млрд євро у вигляді кредитів, які будуть рівномірно надаватись з 2024 по 2027 рік.
- **Критерій II: Спеціальна інвестиційна програма для України** буде спрямована на залучення та мобілізацію державних і приватних інвестицій з метою підтримки реалізації Плану.
Планується, цей критерій допоможе мобілізувати 2,0 млрд євро грантових коштів щороку з 2024 по 2027 рік.
- **Критерій III:** Технічна допомога та інші допоміжні заходи надаватимуться для сприяння реалізації Плану, включаючи мобілізацію експертного досвіду з питань реформ, підтримку муніципалітетів, громадянського суспільства та інші форми двосторонньої допомоги. Традиційно цей вид допомоги доступний лише для країн, що готуються до вступу в ЄС. Субсидування відсоткових ставок за кредитами також покриватиметься за рахунок цього компоненту.
ЄС у рамках цього критерію планує виділити 2,5 млрд євро грантів протягом 2024–2027 років, з яких 0,5 млрд євро – на адміністративну підтримку. Заходи та шляхи досягнення цілей управління державним боргом України

⁷ Різниця між верхньою межею власних ресурсів і коштами, які фактично потрібні Комісії для покриття витрат, передбачених бюджетом.

3. Заходи та шляхи досягнення цілей управління державним боргом України

3.1. Ціль 1. Залучення довгострокового пільгового фінансування та максимізація частки грантів у підтримці офіційного сектору

Україна намагатиметься досягти однієї зі своїх структурних цілей, яка полягає у зниженні середньої вартості державного боргу. Враховуючи поточні ринкові умови, досягнення цієї цілі передбачає залучення пільгового фінансування, включаючи високу частку грантів. Це дозволить отримати більш сприятливі умови фінансування. Зниження середньозваженої вартості державного боргу в середньостроковій перспективі дозволить Україні покращити як фіскальні показники, так і стійкість державного боргу.

У середньостроковій перспективі Механізм розширеного фінансування (EFF) та мультиплікативний ефект, який вона може мати для інших офіційних кредиторів, підтримає державні фінанси. Важливо забезпечити багатосторонню підтримку до кінця війни та впродовж періоду відбудови, особливо для зменшення ризиків ліквідності.

Україна має значну підтримку від МФО і **має на меті подальше розширення співпраці з багатосторонніми інституціями та встановлення двосторонніх партнерських відносин**, подібних до тих, що існують з Японією, Канадою, Німеччиною та США. Значну увагу буде приділено залученню коштів від цих інституцій та Європейського Союзу для реалізації плану післявоєнної відбудови. Після завершення війни виникнуть значні інвестиційні потреби, особливо для відновлення інфраструктури та промислового сектору.

Перший компонент цієї стратегії полягає у поглибленні співпраці з МВФ, МБРР та ЄС у рамках реалізації структурних реформ у найбільш вразливих галузях української економіки. Це є важливим для залучення пільгового фінансування, у тому числі від МБРР та ЄС, і зміцнення довіри іноземних інвесторів та подальшого зниження вартості комерційних кредитів.

Другий компонент має на меті максимізацію частки грантів у фінансуванні офіційного сектору. Збільшення частки грантів дасть можливість зміцнити відносини України з багатосторонніми та двосторонніми партнерами, а також профінансувати післявоєнну відбудову. Це дозволить мінімізувати вартість фінансування, не збільшуючи обсягу державного боргу.

3.2. Ціль 2. 1. Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та поглиблення місцевих ринків капіталу

Забезпечення сильної підтримки від іноземних інвесторів

Фінансування від приватних комерційних інвесторів залишатиметься ключовим елементом стратегії фінансування відбудови України. Для забезпечення сталого доступу до міжнародних ринків капіталу в процесі післявоєнної відбудови **необхідно продовжувати розвивати систематичні та довгострокові відносини з інвесторами.** Одним із завдань України в рамках цієї Стратегії є розширення бази інвесторів з точки зору географії та типів інвесторів. Стратегія передбачає, що Україна регулярно надаватиме інвесторам інформацію щодо ключових макроекономічних та фіскальних даних.

Зусилля України з розвитку комунікації з інвесторами підтримуються **регулярними оновленнями та публікацією інвесторських презентацій на вебсайті Міністерства фінансів України**, поширенням щомісячних оглядів основних подій в економіці України, проведенням неділових роад-шоу, а також підтримкою офіційної сторінки Мінфіну на терміналах Bloomberg та Reuters.

Україна продемонструвала свою відданість підтримці міцних відносин зі спільнотою комерційних інвесторів, беручи участь в активних дискусіях, незважаючи на

триваючу війну. Україна продовжуватиме брати участь у цих активних дискусіях з метою (i) надання регулярних оновлень щодо стратегії управління державним боргом та макроекономічного розвитку та (ii) врахування відгуків інвесторів щодо виконання цієї стратегії управління державним боргом.

Взаємодія з міжнародними рейтинговими агентствами

Україна буде активно взаємодіяти з рейтинговими агентствами в наступні роки для подальшого підвищення своїх суверенних кредитних рейтингів задля покращення інвестиційної привабливості суверенних боргових інструментів України.

Поточний рейтинг не відображає довгострокову кредитну спроможність України, і ми очікуємо на відновлення рейтингу України відповідно до попередніх цілей Стратегії.

Продовження розвитку внутрішнього ринку капіталу

Крім зміцнення відносин з інвесторами, Україна продовжуватиме розвивати свій внутрішній ринок капіталу. Особливий фокус буде спрямовано на (i) зміцнення відносин з інвесторами-резидентами на внутрішньому ринку капіталу та (ii) повернення інвесторів-нерезидентів. Цьому сприятиме продовження дискусій з міжнародними інвесторами щодо їхніх очікувань та передумов виходу на внутрішні ринки капіталу. Збільшення частки боргу, номінованого в національній валюті, дозволить посилити фінансову стабільність України.

Водночас інші заходи може бути реалізовано для зміцнення фінансової стабільності в Україні та розвитку внутрішнього ринку капіталу. Реформи, спрямовані на підвищення обов'язкових резервів за депозитами, також можуть посилити внутрішні фінансові ресурси, особливо локальних учасників. Наприклад, із січня 2023 року НБУ дозволив банкам використовувати бенчмарк ОВДП для забезпечення до 50% загальної норми обов'язкового резервування.

У 2019 році Clearstream було підключено до ринку боргових цінних паперів, що значно полегшило доступ міжнародних інвесторів до ринку державних облігацій, номінованих у національній валюті. У січні 2023 року Clearstream оголосив, що планує включити додаткові класи активів (наприклад, інструменти, пов'язані з відбудовою).

Україна продовжує усувати інші перешкоди, з якими можуть зіткнутися інвестори-нерезиденти на внутрішньому ринку капіталу. Це, зокрема, покращення ринкової інфраструктури, процедур розрахунків і клірингу.

Збалансування структури боргу на користь більшої кількості інструментів, номінованих у національній валюті, дозволить стримувати валютний ризик. Менша схильність до валютного ризику дозволяє зменшити волатильність вартості обслуговування боргу.

3.3. Ціль 3. Мінімізація ризику рефінансування

Управління ризиком рефінансування короткострокового зовнішнього боргу протягом 2024–2026 років

Триваюча агресія РФ чинить сильний тиск на державні фінанси. Пошкодження ключових українських фінансових та промислових центрів, еміграція кількох мільйонів українців обмежують ресурси уряду для обслуговування боргу. Водночас значних видатків потребують і оборонні зусилля.

Міжнародна підтримка на пільгових умовах стане вирішальним фактором для управління зовнішніми державними фінансами в короткостроковій перспективі. Це дозволить покрити потреби у фінансуванні і зменшити видатки на обслуговування боргу. Для цього необхідно продовжувати співпрацю з МВФ у рамках Механізму розширеного фінансування (EFF) на 2023–2027 роки, яка мобілізувала понад 115 млрд доларів донорської підтримки. Інший ключовий фактор – проведення переговорів із зовнішніми комерційними кредиторами щодо операції з управління державним боргом

задля досягнення боргової стійкості відповідно до аналізу боргової стійкості, зробленого МВФ.

Україна має на меті якнайшвидше відновити доступ до ринків капіталу, щоб прискорити відбудову країни.

Забезпечення безперервного функціонування внутрішнього боргового ринку

Розвиток внутрішнього боргового ринку є ключовим для зменшення фінансової вразливості України. Незважаючи на триваючу агресію РФ, Україна зберегла функціонування ринку та змогла рефінансувати погашення внутрішнього боргу. Це дозволило внутрішньому борговому ринку відіграти важливу роль для досягнення зростаючих фінансових потреб під час війни, забезпечуючи стабільність банківського сектору незважаючи на агресію Росії щодо України.

Забезпечення функціонування внутрішнього боргового ринку є важливим у зв'язку із обмеженістю зовнішнього фінансування та невизначеності спричиненої війною. **Створення сильної бази внутрішніх інвесторів є визначальним елементом Стратегії і співпадає з відновленням України.**

4. Ризики державного боргу України

Контроль за ризиками державного боргу базується на аналізі показників ризику рефінансування, ліквідності, відсоткового, валютного та бюджетного ризиків та ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом (умовні зобов'язання).

4.1. Ризик рефінансування

Борг з строком погашення у 2023–2026 роках

У рамках наявного боргового портфеля протягом наступних 4 років очікуються значні піки рефінансування державного боргу. Зокрема, платежі з погашення і обслуговування державного боргу становитимуть 1 028 млрд грн у 2024 році, 1 189 млрд грн у 2025 році та 1 184 млрд грн у 2026 році. Майже дві третини виплат припадає на облігації внутрішньої державної позики в національній та іноземній валютах.

Цей ризик можна зменшити завдяки збільшенню роловеру ОВДП за рахунок випуску ОВДП з довгими строками погашення.

- У першому півріччі 2023 року роловер ОВДП становив 1,3х (чисте фінансування 71,3 млрд грн) проти 0,7х у 2022 році (від'ємне чисте фінансування 133,2 млрд грн).
- Внутрішні випуски змістилися в бік довгих строків погашення: облігації зі строком погашення 1–3 роки становили 85% від загального обсягу, тоді як у 2022 році переважали облігації зі строком погашення до 1 року (64% від загального обсягу).

Крім того, роздрібні інвестори будуть і надалі залучатись на ринок ОВДП. Наразі можна придбати ОВДП засобами Єдиного державного вебпорталу електронних послуг. Такі інструменти наявні в гривні, доларах США та євро. Ці облігації пропонують привабливі умови порівняно з традиційними банківськими депозитами, що є альтернативним варіантом інвестування для приватних інвесторів.

Україна залишатиметься відданою стратегії активного управління боргом, що, в тому числі, включає операції з єврооблігаціями, які перебувають в обігу.

Середній строк до погашення державного боргу

Середньозважений строк до погашення державного боргу станом на 30 червня	
	роки
Державний борг	9,5
Державний внутрішній борг	8,4
Державний зовнішній борг	10,1

Джерело Міністерство фінансів України

Структура державного боргу України за термінами погашення є збалансованою. У жовтні 2017 року Україна успішно провела репрофайлінг ОВДП у власності НБУ, подовживши середній час до погашення державного внутрішнього боргу.

Середньозважений строк до погашення державного зовнішнього боргу незмінно подовжувався через розміщення довгострокових єврооблігацій та залучення пільгового фінансування:

- 10-річних єврооблігацій на суму 1,25 млрд євро в січні 2020 року, 12,5-річних єврооблігацій на суму 2,0 млрд доларів в липні 2020 року та 8-річних єврооблігацій на суму 1,25 млрд доларів у квітні 2021 року. Крім того, успішно проведено активні операції із управління державним боргом: частину надходжень від розміщення єврооблігацій в липні 2020 року використано для викупу ОЗДП із погашенням у 2021–2022 роках.

- Протягом 2020–2021 років Україна підписала кілька програм з МФО та ЄС. **Світовий банк**: 0,8 млрд доларів (кілька програм) з терміном погашення у 2037–2055 роках. **ЄБРР**: 0,8 млрд євро строком на 15 років. **ЄС**: 1,2 млрд євро МФД (на боротьбу із COVID) строком на 25 років.

Крім того, повномасштабне вторгнення Росії проти України призвело до збільшення середнього терміну до погашення через декілька факторів:

- **Розвиток внутрішнього ринку.** У 2022 році випуски на внутрішньому ринку були успішними, незважаючи на менші обсяги⁸ та зміщення у бік короткострокових інструментів (ОВДП з строком погашення до 1 року становили 64%). Починаючи з 4 кварталу 2022 року, НБУ здійснив кілька кроків для підвищення привабливості гривневих ОВДП, підвищивши резервні вимоги за депозитами на вимогу та дозволивши банкам покривати частину обов'язкових резервів вкладеннями у бенчмарк-ОВДП. У 2023 році випуски ОВДП змістилися в бік більш тривалих строків погашення: 85% від загального обсягу становлять 1–3 річні ОВДП.
- **Фінансування НБУ.** У 2022 році НБУ викупив ОВДП на 400 млрд грн із середньозваженим строком до погашення у 16,9 років.
- **Довгострокові пільгові кредити.** Із лютого 2022 року було надано 37,2 млрд доларів довгострокових пільгових кредитів (наприклад, до 35 років у випадку ЄС МФД)

4.2. Ризик ліквідності

Показники ліквідності зовнішнього сектору

Млрд грн	2021	2022	Ост. 12 міс. (Червень 2023)
Міжнародні резерви, млрд дол.	30,9	28,5	39,0
Обслуговування державного зовнішнього боргу, млрд дол.	5,3	2,6	3,5
Експорт, млрд дол.	81,5	57,0	54,8
Імпорт, млрд дол.	84,2	82,7	89,2
Співвідношення міжнародних резервів та витрат з обслуговування державного зовнішнього боргу	5,8x	10,9x	11,2x
Міжнародні резерви у місяцях імпорту	4,4x	4,1x	5,2x
Співвідношення експорту та обслуговування державного зовнішнього боргу	15,3x	21,8x	15,7x

Джерела Державна служба статистики, НБУ

Після економічного спаду у 2014 році Україна зазнала різкого зниження своїх міжнародних резервів. Завдяки фінансовій підтримці від міжнародних організацій, а також рішенню НБУ щодо запровадження плаваючого обмінного курсу країна змогла швидко відновити свої резерви з 7,5 млрд доларів на кінець 2014 року до 15,5 млрд доларів станом на кінець 2016 року та надалі наростити їх до 30,9 млрд доларів станом на кінець 2021 року.

Після російського вторгнення в лютому 2022 року НБУ запровадив режим фіксованого валютного курсу для забезпечення цінової та фінансової стабільності. Війна спричинила значне скорочення експорту (на близько 40%) та обмежила доступ до ринків капіталу. Через це НБУ був змушений проводити значні інтервенції для підтримки фіксованого обмінного курсу. Для поповнення міжнародних резервів у лютому – грудні 2022 року НБУ покладався на 32,1 млрд доларів пільгових кредитів та грантів від міжнародних партнерів, залучених Урядом для покриття дефіциту бюджету.

Станом на кінець червня 2023 року міжнародні резерви України становили 39,0 млрд доларів, що відповідає 5,2 місяцям майбутнього імпорту. Це свідчить про значний

⁸ 164 млрд грн у 2022 році проти 288 млрд у 2021 році

прогрес у відновленні міжнародних резервів з 1,8 місяців імпорту станом на кінець 2014 року.

4.3. Валютний ризик

Кореляція гривні з іншими валютами

Вплив коливань обмінного курсу гривні до долара на державний бюджет посилюється високим ступенем кореляції з іншими основними валютами, в яких номіновані боргові зобов'язання України. Це підвищує валютний ризик державного боргу України.

Історична кореляція між обмінними курсами гривні (UAH) до основних валют, в яких номіновано державний борг України починаючи з січня 2021 року

	UAH / USD	UAH / EUR	UAH / XDR	UAH / CAD	UAH / JPY
UAH / USD		90%	98%	98%	62%
UAH / EUR	90%		97%	91%	83%
UAH / XDR	98%	97%		98%	74%
UAH / CAD	98%	91%	98%		64%
UAH / JPY	62%	83%	74%	64%	

Джерело НБУ

Прогноз динаміки обмінного курсу

2 жовтня 2023 року НБУ запровадив режиму керованої гнучкості обмінного курсу для забезпечення цінової та фінансової стабільності. **НБУ націлений на поступове послаблення адміністративних обмежень**, які з часом стають менш ефективними, що дозволить повернутися до плаваючого обмінного курсу в міру нормалізації функціонування економіки та сприятиме відновленню.

4.4. Відсотковий ризик

Середній строк рефіксації відсоткових ставок державного боргу України становить 5,4 роки. Відповідно, порівняно невелика частка державного боргу буде вразлива до відсоткового ризику в короткостроковій перспективі. Крім того, це значення є вищим для зовнішнього боргу порівняно з внутрішнім через більшу частку довгострокового зовнішнього боргу з фіксованою ставкою.

Показники відсоткового ризику державного боргу

	Внутрішній борг	Зовнішній борг	Державний борг
Середній час рефіксації відсоткових ставок (років)	3,3	8,9	6,8
Борг з рефіксацією ставок, що підлягає погашенню через 1 рік (% від загальної суми)	46,6%	31,6%	37,3%
Платежі з обслуговування боргу з фіксованими відсотковими ставками (% від загальної суми)	75,1%	68,6%	71,1%

Станом на 30 червня 2023 року

Примітка 1 Борг з рефіксацією ставок, що підлягає погашенню через 1 рік, включає борг з плаваючими ставками та борг з фіксованими ставками з погашенням у 2023 році.

Частка боргу з рефіксацією ставок протягом 2023 року становить 44,4% державного боргу України. Зокрема, у 2023 році відсоткові ставки буде переглянуто для 52,6% внутрішнього боргу та 31,6% зовнішнього боргу.

Для зниження відсоткового ризику через посилення структури відсоткових ставок перевага надаватиметься запозиченням із довшим строком до рефіксації відсоткових ставок. Щодо внутрішнього ринку, таке значення відповідає очікуванням щодо зниження відсоткових ставок у середньостроковій перспективі, а також прогнозу зниження рівня інфляції у середньостроковій перспективі.

4.5. Бюджетний ризик

У 2020–2021 роках завдяки зусиллям із фіскальної консолідації Україні вдалося знизити співвідношення дефіциту державного бюджету до ВВП з 4,5% у 2020 році до 3,5% у 2021 році.

На тлі війни Росії проти України у 2022 році дефіцит бюджету сягнув 17,9% (проти 27,0%, запланованих спочатку), завдяки більшими, ніж очіувалося, грантами від міжнародних партнерів, а також нижчому падінню ВВП.

У 2023 році дефіцит бюджету очікується на рівні 26,4% від ВВП через вищі військові видатки. Водночас станом на червень 2023 року дефіцит бюджету за останні 12 місяців становив 15,3% ВВП завдяки залученню грантів від міжнародних партнерів⁹.

Водночас, з урахуванням нещодавно погодженої програми МВФ, ключові короткострокові політичні заходи Уряду включають відновлення довоєнного режиму оподаткування та уникнення заходів, які можуть підірвати дохідну базу. Такі кроки дещо компенсують вищі, ніж очіувалося, військові витрати. Потрясіння для бюджету, спричинені тривалою війною, можуть призвести до раптових змін потреб у фінансуванні, і стратегія управління боргом має на меті бути достатньо гнучкою, щоб задовольнити ці потреби, зберігаючи фіскальну та боргову стабільність.

Закінчення війни призведе до збільшення доходної бази, а також до скорочення видатків, пов'язаних з війною. Ці фактори призведуть до збільшення державного бюджету.

4.6. Інші ризики

Макроекономічні ризики та їх наслідки для стратегії управління боргом

Враховуючи триваючу війну, безпекова ситуація та пов'язана з нею невизначеність є ключовими факторами, що визначають макроекономічні ризики в Україні:

- **Зростання реального ВВП:** Перехід війни у затяжну стадію, яка збільшуватиме людські втрати, руйнування виробничих фондів та зростання збитків в економіці, негативно впливатиме на потенціал та відповідно перспективи відновлення України.
- **Інфляція:** виважена монетарна політика НБУ у воєнний час (підвищення облікової ставки до 25%) вже суттєво знизила темпи інфляції в Україні. Однак ризик зростання інфляції залишається високим.

Платіжний баланс: Зниження надходження міжнародної фінансової допомоги до рівня, що не покриватиме існуючий дефіцит платіжного балансу, підірве стабільність валютного ринку, що загрожуватиме втратою значних обсягів валютних резервів, девальваційними та інфляційними процесами в економіці.

Однак зазначені макроекономічні ризики перебувають поза контролем Міністерства фінансів України, тому не є визначальними факторами в межах аналізу управління державним боргом України.

⁹ Гранти не враховуються в бюджетному плані і відображаються в даних про виконання бюджету тільки після їх отримання

Ризики, пов'язані з управлінням державним боргом (умовні зобов'язання)

Банківський сектор України характеризується порівняно великою часткою державних банків, на які припадає 55,9% загальних активів сектору станом на кінець травня 2023 року. Чотири банки, які частково або повністю належать державі, становлять собою ризик додаткових зобов'язань, що може виникнути в разі настання їх неплатоспроможності. ПриватБанк, найбільший комерційний банк України, було націоналізовано 19 грудня 2016 року після суттєвого дефіциту капіталу, що призвело до необхідності вливання коштів шляхом випуску ОВДП. Окрім цього, ризик додаткових зобов'язань також зумовлено необхідністю додаткової капіталізації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, яка може мати місце в разі банкрутства комерційних банків, а також капіталізації державних компаній.

Додатковий ризик впливає з індексованих ОВДП, прив'язаних до обмінного курсу долара США, емітованих, у тому числі, для капіталізації державних банків, що становлять приблизно 5,4% державного боргу України.

Крім того, гарантований державою борг містить ще один ризик. Станом на кінець червня 2023 року гарантований державою борг становив 9,2 млрд доларів, проти 11,3 млрд доларів на кінець 2021 року. Зменшення відбулося насамперед через погашення НБУ заборгованості перед МВФ (зменшення на 2,7 млрд доларів). Водночас за іншими категоріями (наприклад, гарантії за кредитами МФО та вітчизняних банків) відбулось зростання на 0,5 млрд доларів.

Гарантований державою борг (млрд дол)

Млрд дол	Гру-21	Гру-22	Чер-23
Внутрішній гарантований борг	1,8	2,0	1,9
Внутрішні облігації	0,6	0,3	0,3
Внутр. банківські або комерційні кредити	1,2	1,7	1,6
Зовнішній гарантований борг	9,5	7,9	7,3
МФО	1,2	1,5	1,7
МВФ	5,7	3,8	3,0
Двосторонні кредитори	0,0	0,0	0,0
Комерційні кредити	1,1	1,0	1,0
Єврооблігації	1,5	1,5	1,5
Усього	11,3	9,9	9,2

Загальні умови надання державних гарантій на підставі рішень Кабінету Міністрів України та міжнародних договорів визначено Бюджетним кодексом України.

Огляд державних деривативів України

Державні деривативи відповідно до законодавства України не є державним боргом. МВФ та рейтингові агентства також не відносять державні деривативи до державного боргу, оскільки виплати за ними є умовними та не є частиною витрат з погашення та обслуговування державного боргу.

Єдиними державними деривативами в Україні є варанти, прив'язані до ВВП. Вони були випущені в рамках реструктуризації боргу 2015 року. Зазначені цінні папери мають умовний загальний номінал обсягом 3,2 млрд доларів, але не мають конкретної номінальної вартості на дату погашення. Платежі за цими інструментами є цілком умовними та залежать від темпу приросту реального ВВП України з 2019 року до 2039 року (див. нижче). Виплати (якщо такі є) здійснюються щорічно з лагом у два календарних роки, а саме з 2024 по 2041 рік. Окрім цих інструментів, Україна не має інших деривативів в обігу.

Виплати за ВВП-варантами розраховуються таким чином:

- Якщо приріст реального ВВП становить <3% або номінальний ВВП України становить менше ніж 125,4 млрд дол. США: платіж не проводиться;
- Якщо приріст реального ВВП становить від 3% до 4%: 15% приросту реального ВВП від 3 % до 4 %;

- Якщо приріст реального ВВП становить $> 4\%$: 40% приросту реального ВВП, що перевищує 4%, на додаток до суми за приріст ВВП з 3% до 4%
- З 2021 по 2024 рік виплати обмежені на рівні 1% ВВП, платіж 2025 року обмежений на рівні 0,5% ВВП.

У серпні 2022 року Україна успішно перепрофілювала ВВП-варанти у контексті операції з управління державним боргом. Було змінено такі умови:

- Платіж 2023 року, прив'язаний до темпів зростання 2021 року, було відтерміновано до 01 серпня 2024 року з нарахуванням відсоткового доходу за ставкою 7,75%. Це відповідає умовам боргової операції з єврооблігаціями.
- Обмеження платежу 2025 року, прив'язане до темпів зростання у 2023 році, було знижено з 1% від ВВП до 0,5% від ВВП.
- Кінцеву дату погашення було перенесено з 2040 року на 2041 рік.
- «Колл» опціон було запроваджено за номіналом, який може бути застосований протягом 3-х років, починаючи з червня 2024 року.

Хоча ці інструменти не є частиною державного боргу України, Міністерство фінансів України ретельно стежить за динамікою цих інструментів та очікуваними майбутніми виплатами, що залежать від перспектив зростання ВВП.