

СЕРЕДНЬОСТРОКОВА СТРАТЕГІЯ управління державним боргом на 2019–2022 роки

Загальна частина

Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки (далі – Стратегія) – це інструмент, розроблений Міністерством фінансів України (далі – Мінфін) для оцінки поточного стану та динаміки державного боргу України та визначення цілей, завдань й заходів у середньостроковій перспективі з метою оптимізації структури державного боргу з точки зору співвідношення вартості обслуговування та ризиків при збереженні прийнятного рівня боргового навантаження.

Стратегія реалізується в контексті макроекономічної стабілізації. Українська економіка стала на шлях стійкого економічного зростання. Економічне відновлення країни супроводжується підтримкою з боку міжнародних організацій, в т. ч. у формі надання кредитів на пільгових умовах.

У середньостроковій перспективі основною метою України в управлінні державним боргом є залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків. У зв'язку з цим визначено 4 основні цілі управління державним боргом:

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

Аналіз боргової стійкості свідчить про помірний рівень ризиків в межах поточної структури державного боргу України. Очікується, що відношення боргу до ВВП, що на кінець 2018 року становило 52,3%, не перевищить 43,0% до кінця 2022 року. Валютний ризик та ризик рефінансування визначені як основні загрози стійкості державного боргу у найближчі роки. Одним із завдань цієї Стратегії є здійснення моніторингу та попередження даних ризиків.

Визначено орієнтовний план дій на поточний та наступні три роки. Він передбачає побудову кривої ОЗДП в євро, збільшення обсягів розміщення ОВДП у гривні, в тому числі шляхом збільшення участі міжнародних інвесторів на внутрішньому ринку України, а також продовження розміщення ОЗДП в доларах США. За сприятливих ринкових умов може бути продовжена практика здійснення активних операцій з управління державним боргом шляхом викупу державних цінних паперів. Метою зазначених операцій є подальше вирівнювання графіка погашення державного боргу України та зменшення пікових навантажень на державний бюджет. Інші заходи в рамках цієї Стратегії будуть реалізовані для зміцнення взаємовідносин з інвесторами, а також з метою покращення рейтингу України як позичальника.

1. Стан державного боргу України

Державний борг за кредиторами на кінець відповідних періодів

| | 2017 | | 2018 | | 1 кв. 2019 | |
|------------------------------------------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| | млн грн | % від заг. суми | млн грн | % від заг. суми | млн грн | % від заг. суми |
| Зовнішній борг | 1,080,310 | 50% | 1,099,201 | 51% | 1,094,870 | 51% |
| Міжнародні організації | 456,553 | 21% | 418,110 | 19% | 397,402 | 19% |
| Уряди іноземних держав | 49,296 | 2% | 47,931 | 2% | 47,251 | 2% |
| Комерційні банки | 2 | 0% | 11,080 | 1% | 28,475 | 1% |
| Власники ОЗДП | 574,460 | 27% | 622,080 | 29% | 621,743 | 29% |
| Внутрішній борг | 753,399 | 35% | 761,090 | 35% | 763,765 | 36% |
| НБУ | 2,381 | 0% | 2,248 | 0% | 2,248 | 0% |
| Власники ОВДП | 427,572 | 20% | 445,840 | 21% | 453,085 | 21% |
| Держ. банки, держ. компанії та ФГВФО (капіталізація) | 320,693 | 15% | 311,625 | 14% | 307,725 | 14% |
| Власники ПДВ облігацій | 2,753 | 0% | 1,377 | 0% | 706 | 0% |
| Всього державний борг | 1,833,710 | 86% | 1,860,291 | 86% | 1,858,636 | 87% |
| % до ВВП | 61.5% | | 52.3% | | | |
| Гарантований державою борг | 307,965 | 14% | 308,130 | 14% | 287,049 | 13% |
| % до ВВП | 10.3% | | 8.7% | | | |
| Загальний борг | 2,141,674 | 100% | 2,168,422 | 100% | 2,145,684 | 100% |
| % до ВВП | 71.8% | | 60.9% | | | |

Державний борг за інструментами протягом на кінець відповідних періодів

| | 2017 | | 2018 | | 1 кв. 2019 | |
|----------------------------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| | млн грн | % від заг. суми | млн грн | % від заг. суми | млн грн | % від заг. суми |
| Ринкові цінні папери та кредити | 775,150 | 36% | 851,984 | 39% | 876,287 | 41% |
| ОВДП | 198,309 | 9% | 216,576 | 10% | 223,821 | 10% |
| ОЗДП | 574,460 | 26% | 622,080 | 29% | 621,743 | 29% |
| Кредити від НБУ та ком. банків | 2,382 | 0% | 13,328 | 1% | 30,723 | 1% |
| Пільгові кредити | 505,849 | 23% | 466,041 | 21% | 444,653 | 21% |
| Кредити від міжнародних організацій | 456,553 | 21% | 418,110 | 19% | 397,402 | 19% |
| Кредити від ін. країн | 49,296 | 2% | 47,931 | 2% | 47,251 | 2% |
| Інше, вкл. рекапіталізацію | 552,710 | 25% | 542,266 | 25% | 537,696 | 25% |
| Всього державний борг | 1,833,710 | 85% | 1,860,291 | 86% | 1,858,636 | 87% |
| % до ВВП | 61.5% | | 52.3% | | | |
| Гарантований державою борг | 307,965 | 14% | 308,130 | 14% | 287,049 | 13% |
| % до ВВП | 10.3% | | 8.7% | | | |
| Загальний борг | 2,141,674 | 100% | 2,168,422 | 100% | 2,145,684 | 100% |
| % до ВВП | 71.8% | | 60.9% | | | |

Структура державного боргу за валютами на кінець відповідних періодів

| | 2017 | 2018 | 1 кв. 2019 |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | % від заг. суми | % від заг. суми | % від заг. суми |
| UAH | 34% | 33% | 35% |
| USD | 46% | 48% | 47% |
| EUR | 8% | 9% | 10% |
| XDR | 10% | 8% | 7% |
| JPY | 1% | 1% | 1% |
| CAD | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| Всього державний борг | 100% | 100% | 100% |

Динаміка державного боргу за типом відсоткової ставки на кінець відповідних періодів

| | 2017 | 2018 | 1 кв. 2019 |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | % від заг. суми | % від заг. суми | % від заг. суми |
| Фіксована | 71% | 75% | 76% |
| Плаваюча | 29% | 25% | 24% |
| Всього державний борг | 100% | 100% | 100% |

Структура державного внутрішнього боргу України в розрізі строків до погашення

| | 2017 | 2018 | 1 кв. 2019 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | % від заг. суми | % від заг. суми | % від заг. суми |
| <3 р. | 29% | 32% | 32% |
| 3-5 р. | 4% | 5% | 6% |
| 5-7 р. | 7% | 8% | 7% |
| 7-10 р. | 9% | 10% | 9% |
| >10 р. | 51% | 46% | 46% |
| Всього | 100% | 100% | 100% |

Структура державного зовнішнього боргу України в розрізі строків до погашення

| | 2017 | 2018 | 1 кв. 2019 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | % від заг. суми | % від заг. суми | % від заг. суми |
| <3 р. | 23% | 23% | 22% |
| 3-5 р. | 12% | 8% | 10% |
| 5-7 р. | 8% | 19% | 16% |
| 7-10 р. | 22% | 13% | 15% |
| >10 р. | 35% | 38% | 37% |
| Всього | 100% | 100% | 100% |

2. Порівняльний аналіз державного боргу України

В рамках проведеного аналізу було обрано понад 60 країн на основі даних про розміри їх економік, макроекономічні показники впродовж останніх років, а також їх кредитні рейтинги. Зі списку відповідних країн-аналогів було відібрано 17 країн, які опублікували порівнювану середньострокову стратегію управління державним боргом та актуальні порівнювані дані щодо їх державного боргу.

Вибірка країн-аналогів була розділена на 3 категорії згідно з такими критеріями:

- країни-аналоги за регіоном: географічна близькість до України;
- країни-аналоги за рейтингом: аналогічний кредитний рейтинг відповідно до оцінки міжнародних рейтингових агентств;
- країни-аналоги – регіональні лідери: великі країни, що розвиваються, які виступають рушійними силами економічного розвитку у своїх регіонах.

Перелік країн-аналогів, обраних для України (S&P / Moody's / Fitch: B- / Caa1 / B-), у розрізі категорій

| Країни-аналоги за регіоном (7) | Країни-аналоги за рейтингом (6) | Країни-аналоги — регіональні лідери (4) |
|----------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|
| Албанія (B+ / B1 / NR) | Ямайка (B / B3 / B+) | Нігерія (B / B2 / B+) |
| Боснія і Герцеговина (B / B3 / NR) | Ліван (B- / Caa1 / B-) | Уругвай (BBB / Baa2 / BBB-) |
| Болгарія (BBB- / Baa1 / BB) | Македонія (BB- / NR / BB) | Таїланд (BBB+ / Baa1 / BBB+) |
| Хорватія (BBB- / Ba2 / BB+) | Чорногорія (B+ / B1 / NR) | Туреччина (B+ / Ba3 / BB+) |
| Польща (A- / A2 / A-) | Пакистан (B- / B3 / B-) | - |
| Сербія (BB / BB / BB) | Гана (B / B3 / B) | - |
| Угорщина (BBB / Baa3 / BBB) | - | - |
| Чехія (AA- / A1 / AA-) | | |

Джерело Рейтингові агентства

Примітка Станом на кінець травня 2019 року

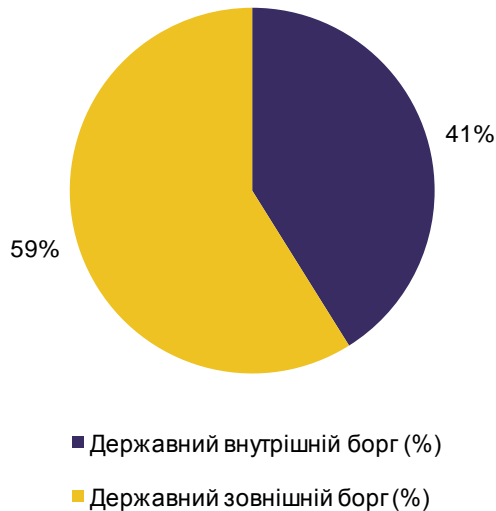
Для порівняння структури державного боргу України в межах аналізу були використані середні показники для кожної групи вибірки.

2.1 Структура державного боргу

Внутрішній та зовнішній борг

Державний борг України характеризується значною часткою зовнішнього боргу, що становить 59,1% загальної суми державного боргу. Частка державного зовнішнього боргу України значно перевищує середній показник для країн-аналогів за регіоном та регіональних лідерів. Зовнішній борг становить, у середньому, 47% для країн-аналогів за регіоном і лише 38% для країн-аналогів – регіональних лідерів. Це вказує на порівняно вищу вразливість України до зовнішніх шоків. При цьому для країн-аналогів за рейтингом частка державного зовнішнього боргу складає в середньому 56% і є співставною з показником України.

Державний борг України станом на 31.12.2018



Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



Збільшення частки державного боргу в національній валюті дозволить зменшити вразливість країни до зовнішніх чинників і тому є одним із головних завдань управління державним боргом. З цією метою необхідним є подальший розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів шляхом розширення спектру боргових інструментів, покращення прогнозованості управління державним боргом та залучення іноземних інвесторів.

Структура державного боргу за інструментами

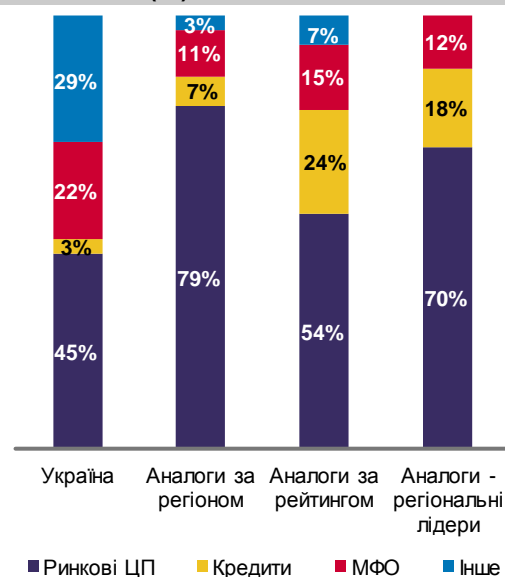
45% загальної суми державного боргу України становлять ринкові цінні папери, у т. ч. 33% – ОЗДП та 12% – ОВДП. Категорія «Інше» відображає неринковий державний борг та включає ОВДП, випущені для капіталізації державних банків та державних підприємств. Частка таких боргових інструментів є також суттєвою у порівнянні з показниками країн-аналогів і становить близько 29% загальної суми державного боргу України.

Сума боргу за кредитами міжнародних фінансових організацій та іноземних держав становить 25% загальної величини державного боргу та вказує на значну підтримку України, отриману впродовж останніх кількох років, особливо з боку Міжнародного валютного фонду (далі – МВФ) та Світового банку. Ця частка є меншою для всіх груп країн-аналогів.

Структура державного боргу України станом на 31.12.2018

| | млн грн | % від заг. суми |
|-------------------------------------|------------------|-----------------|
| Ринкові цінні папери | 851,984 | 45% |
| ОВДП | 216,576 | 12% |
| ОЗДП | 622,080 | 33% |
| Кредити від НБУ та ком. банків | 13,328 | 1% |
| Пільгові кредити | 466,041 | 25% |
| Кредити від міжнародних організацій | 418,110 | 22% |
| Кредити від ін. країн | 47,931 | 3% |
| Інше, вкл. рекапіталізацію | 542,266 | 29% |
| Всього державний борг | 1,860,291 | 100% |
| % до ВВП | 52.3% | |

Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



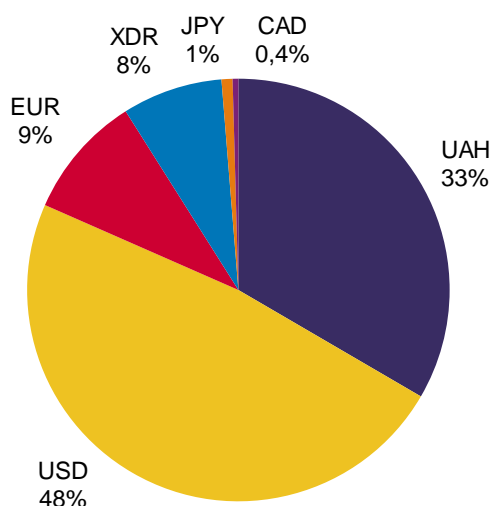
Структура державного боргу за валютами

Державний борг України значною мірою складається з боргу, номінованого в іноземних валютах, частка якого станом на кінець 2018 року становила 67%. На борг в доларах США припадає 48% загального державного боргу, що в основному є результатом випуску ОЗДП, номінованих в доларах США. Другий за обсягом валютний борг – борг в євро, який було залучено в основному в межах програм Макрофінансової допомоги Європейського Союзу у 2015-2018 рр. Частка боргу в спеціальних правах запозичення (СПЗ), залученого в межах програм фінансування МВФ складала 8% на кінець 2018 року. Наявність внутрішнього боргу в іноземній валюті збільшує частку загального державного боргу в іноземній валюті, а отже, і його валютний ризик.

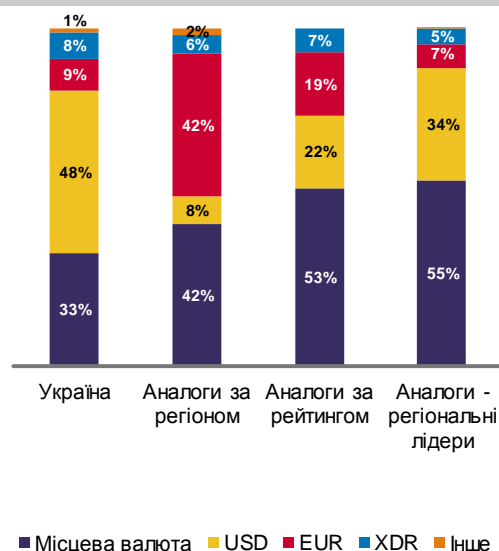
Частка боргу, номінованого в національній валюті, є нижчою у порівнянні з показниками країн-аналогів за регіоном та за рейтингом (33% проти 42% та 53%, відповідно). Різниця між цими показниками є навіть більшою у порівнянні з показниками країн-аналогів – регіональних лідерів, 55% державного боргу яких номіновано в національній валюті.

Ці показники підкреслюють пріоритетність дій України відповідно до першої цілі управління державним боргом, що спрямовані на: розширення ринку боргових цінних паперів у національній валюті та зниження валютних ризиків, у т. ч. через зменшення долларової частки у борговому портфелі України шляхом випуску ОЗДП в інших іноземних валютах.

Державний борг України в розрізі валют станом на 31.12.2018



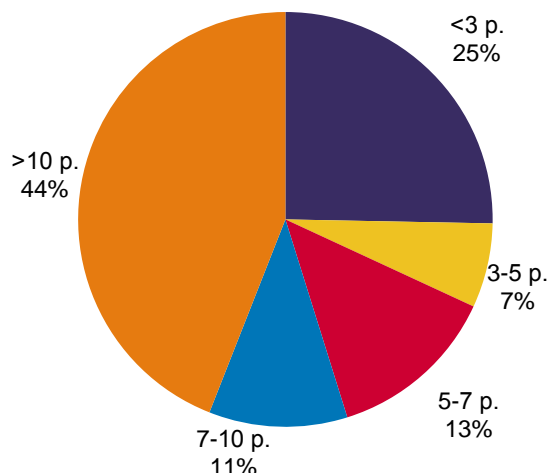
Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



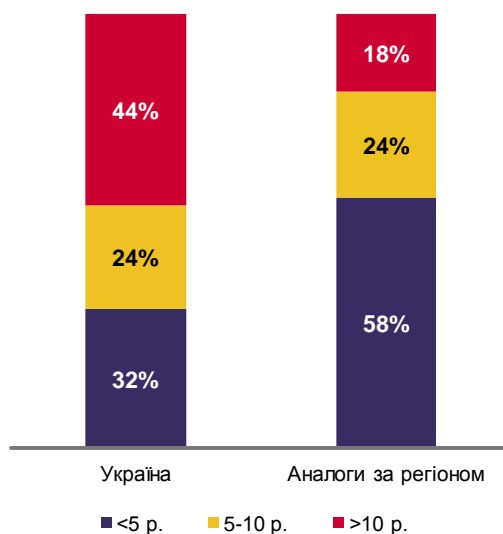
Структура за строками до погашення

Структура державного боргу України за строками до погашення є збалансованою, з великою часткою довгострокового боргу, яка при цьому є більшою за показник країн-аналогів за регіоном. Найбільшою є частка боргових інструментів, строк до погашення яких становить понад 10 років. Частка короткострокового боргу з терміном погашення до 5 років на противагу є меншою за показник країн-аналогів за регіоном. Разом з цим, поточна структура портфеля державного боргу України та зовнішніх боргових інструментів, зокрема, вказує на можливість збільшення термінів погашення державного боргу, у т. ч. шляхом випусків довгострокових ОЗДП. Станом на кінець 2018 року середньозважений строк до погашення державного внутрішнього боргу (включаючи ОВДП у портфелі НБУ) становить 10,0 років, а зовнішнього – 8,1 років. Як наслідок, середньозважений строк до погашення державного боргу України становить 8,9 років.

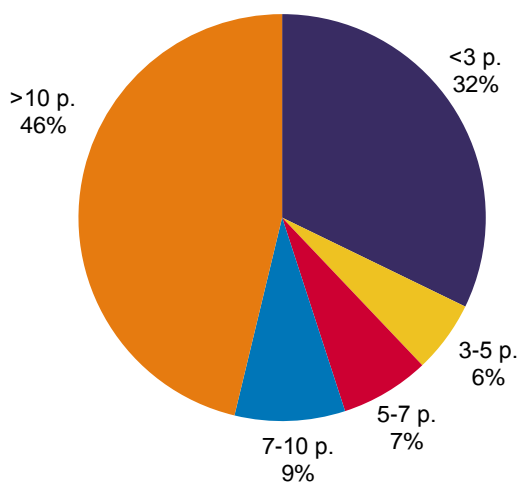
Державний борг України в розрізі строків до погашення станом на 31.12.2018



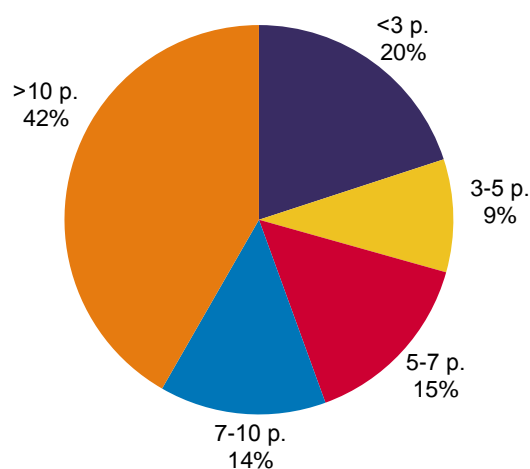
Україна порівняно з країнами-аналогами за регіоном (%)



Державний внутрішній борг України в розрізі строків до погашення станом на 31.12.2018



Державний зовнішній борг України в розрізі строків до погашення станом на 31.12.2018

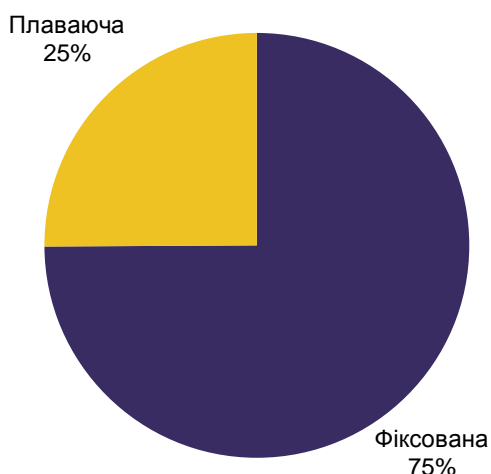


Структура за типом відсоткових ставок

Державний борг України включає велику частку боргових інструментів з фіксованою ставкою (75%), що зменшує відсотковий ризик до прийняттого рівня. При цьому частка державного боргу України з фіксованими ставками перевищує відповідні показники країн-аналогів за рейтингом (73%), але при цьому є меншою за показник країн-аналогів за регіоном та країн-аналогів регіональних лідерів, державний борг яких складається з боргу з фіксованими ставками на 80% і на 89%, відповідно.

У структурі державного боргу з плаваючою відсотковою ставкою його значна частка припадає на EURIBOR (Європейська міжбанківська ставка пропозиції) та LIBOR (Лондонська міжбанківська ставка пропозиції), тому обслуговування цього державного боргу є чутливим до збільшення відсоткових ставок в Єврозоні та США.

Державний борг за типом відсоткової ставки станом на 31.12.2018



Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)



Структура державного боргу за умовами фінансування

Частка пільгових боргових інструментів в структурі державного боргу України становить 25% та є значно більшою у порівнянні з показниками країн-аналогів за регіоном (8%) та країн-аналогів – регіональних лідерів (11%).

Частка пільгового державного боргу України знаходиться на близькому рівні з показником країн-аналогів за рейтингом (22%). Значна частка пільгового фінансування в структурі державного боргу України пояснюється значною підтримкою міжнародними партнерами економічного розвитку. При цьому, однією з цілей цієї Стратегії є збільшення обсягу фінансової підтримки шляхом поглиблення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями (ЄС, МВФ, Світовий банк, Європейський інвестиційний банк, ЄБРР), а також шляхом розбудови нових партнерських відносин з іноземними країнами.

Державний борг України в розрізі пільгових категорій станом на 31.12.2018

| | млн грн | % від заг. суми |
|---------------------------------|------------------|-----------------|
| Непільгове фінансування | 1.394.250 | 74,9% |
| Пільгове фінансування, вкл. | 466.041 | 25,1% |
| МБРР | 135.455 | 7,3% |
| ЄС (МФД) | 104.974 | 5,6% |
| МВФ | 142.834 | 7,7% |
| ЄІБ | 18.849 | 1,0% |
| ЄБРР | 15.999 | 0,9% |
| Уряди іноземних держав | 47.931 | 2,6% |
| Загальний державний борг | 1.860.291 | |
| % до ВВП | 52,3% | |

Україна порівняно з обраними країнами-аналогами (%)

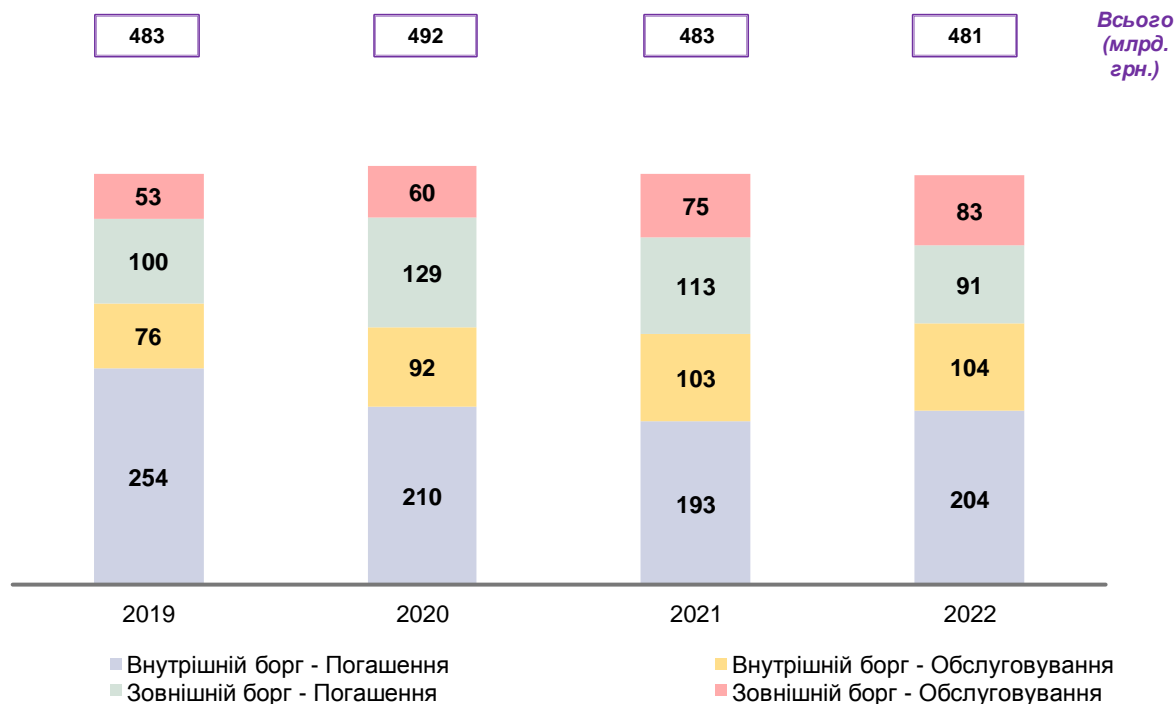


2.2 Витрати з погашення державного боргу

Графік погашення державного боргу

Помірно згладжений графік погашення боргу у 2019–2022 рр. з обмеженою кількістю піків рефінансування є результатом активного управління державним боргом України після реструктуризації державного та гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу у 2015 році. Середньорічний показник витрат з погашення та обслуговування державного боргу за чинними та плановими борговими зобов'язаннями у 2019–2022 рр. становить 484,7 млрд грн, а стандартне відхилення дорівнює 4,6 млрд грн.

Графік погашення державного боргу України (діючі та планові боргові зобов'язання станом на травень 2019 року)



Джерело Мінфін

Періоди піків рефінансування державного боргу

Витрати за державним боргом в 2019–2022 роках.

| млрд. грн. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Всього | 483,4 | 491,5 | 482,9 | 481,0 |
| Середнє | 484,7 | | | |
| Стандартне відхилення | 4,6 | | | |
| Виплати за держ. боргом / ВВП | 12,0% | 10,8% | 9,5% | 8,6% |
| Виплати за держ. боргом / доходи державного бюджету | 52,7% | 47,9% | 44,1% | 40,2% |

Джерела Мінфін, МЕРТ

Величина очікуваних виплат за державним боргом у 2019 році є співставною з обсягом виплат у 2020-2022 рр. Таким чином, різниця між величиною очікуваних платежів з погашення та обслуговування державного боргу у 2019 році та середнім показником за 2020–2022 роки становить лише 1,7 млрд грн. Згладжування піків рефінансування здійснюватиметься шляхом залучення нового боргу з довшим строком до погашення, що обмежить погашення в зазначені роки, а також шляхом проведення активних операцій з управління державним боргом.

2.3 Вартість обслуговування державного боргу

Динаміка витрат з обслуговування державного боргу

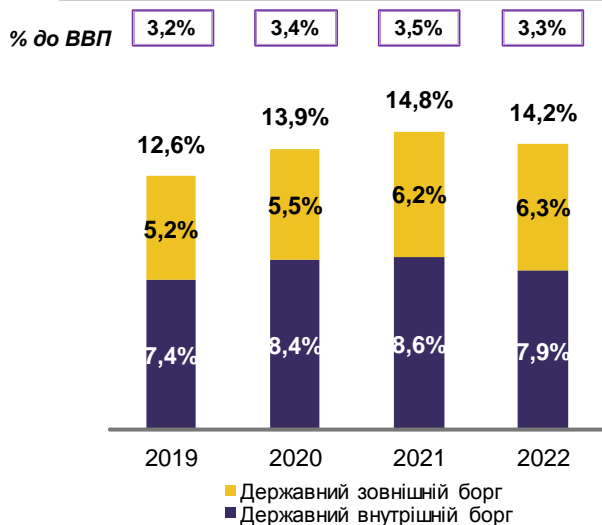
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Обслуговування державного внутрішнього боргу (в екв. млрд. грн.) | 57,7 | 62,6 | 71,7 | 73,7 |
| В екв. млрд. дол. США | 2,7 | 2,5 | 2,7 | 2,7 |
| % до ВВП | 2,9% | 2,6% | 2,4% | 2,1% |
| % до доходів державного бюджету | 10,8% | 10,2% | 9,0% | 8,0% |
| Обслуговування державного зовнішнього боргу (в екв. млрд. грн.) | 26,8 | 33,2 | 38,8 | 41,7 |
| В екв. млрд. дол. США | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| % до ВВП | 1,3% | 1,4% | 1,3% | 1,2% |
| % до доходів державного бюджету | 5,0% | 5,4% | 4,9% | 4,5% |
| Обслуговування загального державного боргу (в екв. млрд. грн.) | 84,5 | 95,8 | 110,5 | 115,4 |
| В екв. млрд. дол. США | 3,9 | 3,7 | 4,2 | 4,2 |
| % до ВВП | 4,2% | 4,0% | 3,7% | 3,5% |
| % до доходів державного бюджету | 15,8% | 15,5% | 13,9% | 12,6% |

Середня вартість обслуговування державного боргу

Середньозважена відсоткова ставка за державним боргом України на кінець 2018 року становила 7,0%, що незначним чином відрізняється від середнього рівня країн-аналогів за рейтингом та країн-аналогів – регіональних лідерів (5,6% та 5,7%, відповідно). Такий показник є результатом середньої номінальної ставки за державним зовнішнім боргом, що становить 4,9%, та відносно вищої середньої номінальної ставки за державним внутрішнім боргом (10,1%), яка насамперед є наслідком відповідного рівня інфляції та здійснення Нацбанком таргетування інфляції шляхом збільшення облікової ставки за останні періоди. Ураховуючи ефект інфляції, реальна вартість обслуговування державного внутрішнього боргу становить 1,5%.

Середня відсоткова ставка за державним зовнішнім боргом України (4,9%) відповідає середньому показнику країн-аналогів за рейтингом (4,7%) та підкреслює важливість значної підтримки України зі сторони міжнародних інвесторів та, зокрема, міжнародних фінансових організацій.

Платежі з обслуговування державного боргу (% до доходів державного бюджету)

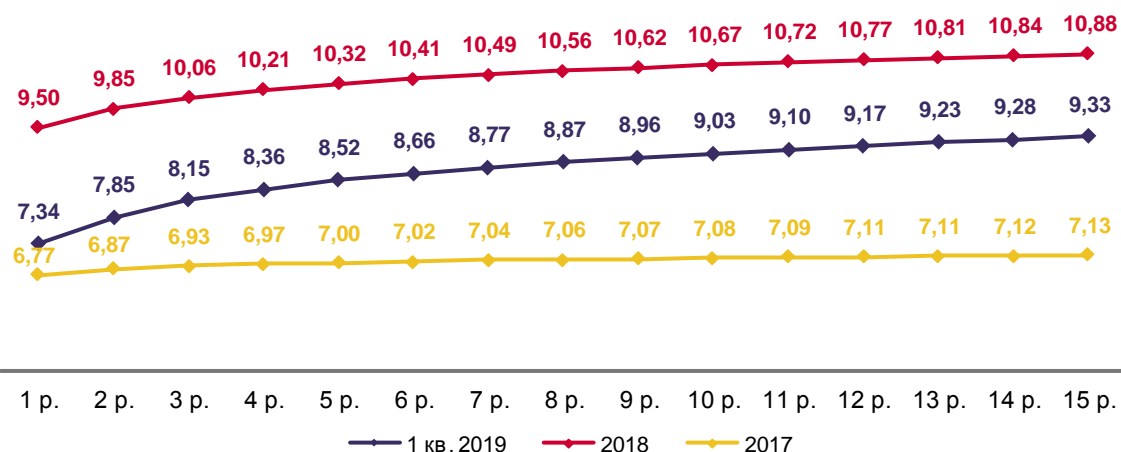


Середньозважена реальна ставка за державним боргом в порівнянні з обраними країнами-аналогами (%)



Станом на кінець першого кварталу 2019 року, крива доходності ОЗДП України знизилась більше ніж на 150 базисних пунктів (далі – б. п.) та нормалізувала форму в порівнянні з кривою станом на кінець 2018 року (короткий сегмент знизився більше ніж на 200 б.п., в той час як довгий сегмент – більше ніж на 150 б.п.).

Крива дохідності ОЗДП України в дол. США станом на кінець періоду¹

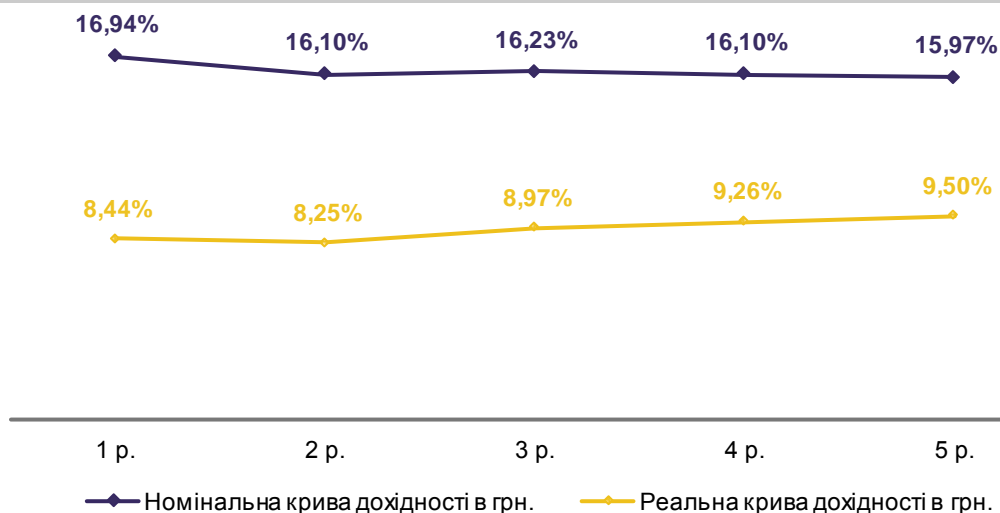


Джерело Bloomberg

Примітка 1 Логарифмічна інтерполяція

Крива дохідності ОЗДП відображає як тенденції в світовій економіці та геополітиці, схильність інвесторів до ризику в той чи інший момент, так і вплив ризиків, пов'язаних з Україною.

Крива дохідності ОВДП в грн²



Джерело Мінфін

Примітка 2 Номінальна крива дохідності в грн. базується на результатах первинних аукціонів в 2018 році; реальна крива дохідності в грн. розрахована на основі прогнозу індексу споживчих цін МЕРТ та НБУ

Крива дохідності ОВДП в гривні продовжує мати спадну форму, що частково є результатом відповідних інфляційних очікувань.

2.4 Позитивні зміни, починаючи з червня 2018 року

Кредитні рейтинги України

Кредитні рейтинги України покращувалися з моменту реструктуризації державного боргу у 2015 році. Відтоді усі чотири міжнародні кредитні рейтингові агентства підняли рейтинг України на 2-3 позиції.

Останнє підвищення кредитного рейтингу України відбулось у грудні 2018 р., коли рейтингове агентство Moody's підвищило рейтинг з Саа2 до Саа1. Підвищенню кредитного рейтингу України сприяли, зокрема, угода між Україною та МВФ щодо нової програми фінансування Stand-by, позитивні очікування щодо зниження рівня корупції в Україні на фоні впроваджених реформ та посилення економічної стійкості України на фоні наявних геополітичних ризиків.

Поточні кредитні рейтинги України

| | Standard & Poor's | Moody's | Fitch | Кредитне рейтингове агентство Японії (R&I) |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| Поточний рейтинг | B- / Стабільний | Saa1 / Стабільний | B- / Стабільний | CCC+ / Стабільний |
| Остання зміна рейтингу | Підтверджено рейтинг B- зі стабільним прогн. (квітень 2019) | Підвищення з Saa2 до Saa1 зі стабільним прогн. (грудень 2018) | Підтверджено рейтинг B- зі стабільним прогн. (березень 2019) | Підвищення з CCC до CCC+ зі стабільним прогн. (травень 2018) |

Примітка Станом на 20.05.2019

Співробітництво з міжнародними фінансовими організаціями

Макрофінансова допомога Європейського Союзу (МФД): 9 липня 2018 року набуло чинності законодавче Рішення Європарламенту та Ради ЄС про надання Україні Четвертої програми макрофінансової допомоги ЄС в обсязі 1 млрд євро. Метою надання допомоги є підтримання подальшої економічної стабілізації в Україні та програми реформ.

30 листопада 2018 року Єврокомісія схвалила виділення коштів на суму 500 млн євро у формі кредитної угоди в межах Четвертої програми макрофінансової допомоги. Наступний транш очікується після впровадження Україною 12 структурних заходів, що пов'язані серед іншого зі сферами управління державними фінансами, боротьби з корупцією, соціальної політики. Загалом, протягом 2014–2018 років в рамках чотирьох програм макрофінансової допомоги Україні було виділено 3,31 млрд євро.

МВФ: 19 грудня 2018 року Рада Директорів МВФ ухвалила для України нову 14-місячну програму підтримки економічної політики Stand-by на суму 3.9 млрд дол. США, що становить близько 139% від квоти країни в МВФ, і яка замістила собою попередню програму розширеного фінансування (EFF). Головна мета програми – фінансування дефіциту платіжного балансу та підтримка структурних реформ. Після виконання всіх попередніх умов 21 грудня 2018 року Україна отримала перший транш в межах програми Stand-by обсягом 1,4 млрд дол. США. Обсяг попередньої 4-річної програми розширеного фінансування (EFF) складав 12,35 млрд СПЗ (близько 17,5 млрд дол. США), що становило близько 900% квоти України в МВФ і свідчить про значну підтримку України після економічного спаду. Це найбільша узгоджена квота після програми стенд-бай, наданої Греції у 2010 році (3200%).

Група Світового Банку: 18 грудня 2018 року Рада виконавчих директорів Світового Банку схвалила надання Україні Гарантії на підтримку державної політики у розмірі 750 млн дол. США. Програма направлена на реалізацію структурних реформ у банківській сфері, сфері протидії корупції, а також соціальній та аграрній сферах. Отримана гарантія дозволила Україні залучити 2 кредити від Deutsche Bank обсягом 349 млн євро та 529 млн євро, відповідно.

З 2014 року Група Світового банку надала Україні 5,5 млрд дол. США (серед іншого, 4 позики в рамках політики розвитку та 7 інвестиційних позик). Більшість інвестиційних проектів Світового банку мають на меті підвищення якості базових державних послуг, соціального захисту й охорони здоров'я, а також розвиток приватного сектору та енергоефективності.

Основна інституційна підтримка України

| МФО | Сума програми | Деякі умови програм |
|---------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ЄС | 12,8 млрд євро | <ul style="list-style-type: none"> ● Програма макрофінансової допомоги (МФД) I: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у квітні 2013 року ○ Обсяг отриманих коштів: 610 млн євро ○ Відсоткова ставка: 1,875% / 1,375% в рік (кредит у вигляді двох траншів) ○ Дата погашення: 2030 рік ● МФД II: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана в травні 2014 року ○ Сума отриманих коштів: 1000 млн євро ○ Відсоткова ставка: 1,875% / 1,375% в рік (кредит у вигляді двох траншів) ○ Дата погашення: 2029 рік ● МФД III: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана в травні 2015 року ○ Сума отриманих коштів: 1200 млн євро ○ Відсоткова ставка: 0,25% в рік ○ Дата погашення: 2031 рік ● МФД IV: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у вересні 2018 року ○ Сума отриманих коштів: 500 млн євро (загальний обсяг програми складає 1000 млн євро) ○ Відсоткова ставка: 1,25% в рік ○ Дата погашення: 2033 рік ● 14-місячна SBA програма: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана в 2018 році ○ Сума отриманих коштів: 1,00 млрд ЄПЗ ○ Дата погашення: до 2020 року ● Програма розширеного фінансування: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана в 2015 році ○ Сума отриманих коштів: 6,18 млрд ЄПЗ ○ Дата погашення: до 2025 року ● 2-річна SBA програма: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана в 2014 році ○ Сума отриманих коштів: 2,97 млрд ЄПЗ ○ Дата погашення: до 2019 року |
| Світовий банк | 6,0 млрд дол. США (2014–2019 рр.) | <ul style="list-style-type: none"> ● Фінансова гарантія на політику розвитку (PBG): <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у грудні 2018 року ○ Сума отриманої гарантії: 750 млн дол. США Кредити, залучені під гарантію: <ul style="list-style-type: none"> - 349 млн євро залучені в грудні 2018 року з погашенням в 2022 та 2028 роках та відсотковими ставками 3,27% та 3,76% - 529 млн євро залучені в лютому 2019 року з погашенням в 2023 та 2029 роках та відсотковими ставками 3,92% та 4,41% ● Кредити на політику розвитку (остання підписана угода): Друга позика на політику розвитку (DPL II): <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у вересні 2015 року ○ Сума отриманих коштів: 500 млн дол. США ○ Відсоткова ставка: Libor 6 міс. + маржа прибіл. 38 б.п. ○ Дата погашення: 2031 рік ● Другий проект покращення автошляхів та безпеки руху: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у вересні 2012 року ○ Розмір проекту: 450 млн дол. США ○ Відсоткова ставка: Libor 6 міс. + маржа прибіл. 10 б.п. ○ Дата погашення: квітень 2029 року ● Проект розвитку магістральних ліній електропередачі: <ul style="list-style-type: none"> ○ Угода підписана у червні 2007 року ○ Розмір проекту: 200 млн дол. США ○ Відсоткова ставка: Libor 6 міс. + маржа прибіл. 58 б.п. ○ Дата погашення: вересень 2027 року |
| США | 3 млрд дол. США (у вигляді гарантій) | <ul style="list-style-type: none"> ● Три кредитні гарантії обсягом 1 млрд дол. США кожна, надані в межах співпраці з USAID в травні 2014 року, травні 2015 року та вересні 2016 року з метою сприяння економічному відновленню та реформам в Україні |
| ЄІВ | 578 млн. євро (станом на кінець 2017 року) | <ul style="list-style-type: none"> ● Строк: від 20 до 24 років ● Відсоткова ставка: від EURIBOR 6 міс. + маржа 55 б.п. до EURIBOR 6 міс. + маржа 131 б.п. ● Окремі цільові проекти: <ul style="list-style-type: none"> ○ Високовольтна лінія Запоріжжя - Каховка потужністю 750 кВ ○ Європейські дороги України ○ Відновлення гідроелектростанцій |
| ЄБРР | 537 млн євро (станом на кінець 2017 року) | <ul style="list-style-type: none"> ● Строк: 15 років ● Відсоткова ставка: EURIBOR 6 міс. + маржа 100 б.п. ● Окремі цільові проекти: <ul style="list-style-type: none"> ○ Високовольтна лінія Запоріжжя - Каховка потужністю 750 кВ ○ Реконструкція дороги Київ - Чоп ○ Пан'європейський транспортний коридор |

Джерело Міжнародні фінансові організації, Мінфін

3. Заходи та шляхи досягнення цілей управління державним боргом України

3.1 Ціль 1. Збільшення частки державного боргу у національній валюті

Зменшення валютного ризику державного боргу

З 2015 року однією з цілей управління державним боргом є зниження валютного ризику, що пов'язаний зі значною часткою державного боргу України в іноземних валютах. Збільшення частки боргу в національній валюті, а також розширення валютної структури боргу дозволить зменшити потенційний вплив валютного шоку на загальну величину витрат з погашення та обслуговування боргу, а отже, підвищить стійкість державного боргу України. Структура боргу в розрізі валют має враховувати валютну структуру платіжного балансу України, а також ступінь кореляції гривні з іншими валютами.

Зменшення частки державного боргу в іноземній валюті через поступове обмеження випуску ОВДП, номінованих в іноземній валюті, позитивно впливатиме на обсяг валютних резервів у довгостроковій перспективі. Нарощування міжнародних резервів у свою чергу сприятиме створенню збалансованого фінансового та економічного середовища шляхом підтримки розвитку зовнішньої торгівлі.

Значний валютний ризик, пов'язаний з нестабільністю обмінних курсів, зокрема курсу долара, є наслідком досить високого ступеня доларизації економіки країни. Значна частка розрахунків з українського експорту все ще здійснюється у доларах США – 71,3%¹ надходжень на поточний рахунок країни в 2018 році відбулися саме в доларах США. Важливість контролю валютного ризику підтверджується і тим, що банківський сектор України також є вразливим до зміни обмінних курсів. Загальні активи банківської системи в іноземній валюті становили 39,2%¹ від всіх активів станом на кінець 2018 року.

Залучення іноземних інвесторів до інвестування в облігації у національній валюті

З метою збільшення частки державного боргу в національній валюті випуск облігацій у національній валюті для іноземних інвесторів є одним із завдань управління державним боргом. Для збільшення участі іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів необхідним є як спрощення доступу, так і стимулювання їх зацікавленості через розширення доступу до інформації та шляхом випуску ОЗДП, номінованих в національній валюті. Також важливими є заходи зі стимулювання ліквідності на вторинному ринку державних цінних паперів, в тому числі шляхом побудови еталонної кривої дохідності ОВДП через випуск ліквідного об'єму еталонних інструментів ліквідним обсягом (benchmark bonds), використання інструментів активного управління таких, як обмін та викуп (switches, buy-backs). Реалізація таких заходів дозволить залучити на внутрішній ринок «якірних» інвесторів, що в свою чергу створить передумови для здійснення більших за обсягом випусків ОВДП з довшим строком до погашення та зменшення вартості запозичення.

Висхідний інтерес іноземних інвесторів щодо облігацій в національних валютах дозволить Україні напрацювати нову базу інвесторів. Випуск облігацій в національній валюті для іноземних інвесторів надалі надасть можливість українським компаніям випускати облігації в національній валюті для іноземних інвесторів, а також встановить орієнтир дохідності таких боргових інструментів для компаній. Такі дії дозволять в результаті розширити внутрішній ринок капіталу.

3.2 Ціль 2. Продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу

¹ Джерело: НБУ

Мінімізація ризику рефінансування

З метою гарантування виконання Україною наявних боргових зобов'язань необхідним є забезпечення надійного доступу до ринків капіталу в наступних роках та постійний контроль ризику рефінансування. Тому з метою розподілу ризику рефінансування протягом наступних років за можливості надаватиметься перевага випуску боргових інструментів з довшим строком обігу та амортизаційним графіком погашення. В такий спосіб планується збільшити середній строк до погашення державного боргу України. При цьому, доступ до міжнародного ринку капіталу в середньостроковій перспективі передбачає необхідність продовження співпраці України з МВФ.

У довшій перспективі мінімізація ризику рефінансування може бути досягнута шляхом збільшення середньозваженого строку до погашення державного боргу України внаслідок рефінансування боргу до настання терміну його погашення, а також зменшення нагромадження боргових зобов'язань з погашенням впродовж кількох наступних років з метою досягнення плавного графіка погашення боргу. Збільшення строків до погашення державного внутрішнього боргу можливе у т.ч. шляхом збільшення активності первинних дилерів на вторинному ринку ОВДП як маркет-мейкерів, покращення ліквідності українських банків та залучення нерезидентів на внутрішній ринок. Збільшення ємності внутрішнього ринку державних цінних паперів також може бути досягнуто шляхом спрощення доступу населення до ОВДП та проведення широкої інформаційної кампанії для стимулювання перетворення заощаджень населення в інвестиції, що в перспективі створить попит на довгострокові безризикові активи.

Реалізація таких заходів має бути прозорою та передбачуваною для всіх учасників ринку.

Активні операції з управління державним боргом

Слідом за успішною операцією з управління державним боргом у вересні 2017 року розглядається можливість проведення інших аналогічних операцій за умови сприятливої ринкової кон'юнктури. Зміни, внесені до Бюджетного кодексу України у вересні 2017 року, повною мірою дозволяють проведення наступних операцій:

- **пропозицію щодо викупу**, що є публічною пропозицією емітента щодо викупу всіх або частини його боргових зобов'язань в інвесторів за готівкові кошти;
- **пропозицію щодо обміну**, що є публічною пропозицією емітента щодо обміну всіх або частини його боргових зобов'язань на нові зобов'язання з іншими умовами.

Такі операції також допомагають зменшити витрати на рефінансування в залежності від динаміки спредів, оскільки Україна може отримати вигоду в результаті покращення економічних показників та боргових параметрів, а також **збільшити середній строк до погашення боргового портфеля в цілому** шляхом перенесення найближчих термінів погашення, що зменшує ризик рефінансування.

Запровадження в майбутньому активних операцій з ОВДП також сприятиме подальшому розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, в тому числі збільшенню його ліквідності.

3.3 Ціль 3. Залучення довгострокового пільгового фінансування

Поточний макроекономічний підйом України з 2014–2015 рр., що супроводжувався динамічними реформами, сприяючи формуванню стабільного та безпечного економічного середовища, створив **більш сприятливі умови для мінімізації витрат з обслуговування державного боргу**. Зниження середньозваженої відсоткової ставки державного боргу в середньостроковій перспективі дає змогу поліпшити як фіскальні показники, так і стійкість державного боргу.

Україна отримує значну підтримку з боку міжнародних організацій та має на меті **подальше розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями й встановлення двосторонніх партнерств**, подібних до партнерств з Японією, Канадою, Німеччиною та США. Велика увага буде приділена залученню коштів цих інституцій для впровадження інвестиційних проектів, спрямованих на розвиток ключових галузей національної економіки.

Поглиблення співпраці з МВФ, МБРР та Європейським союзом в програмі імплементації структурних реформ у сферах, які є найбільш вразливими для української економіки, важливе як

для залучення фінансування на пільгових умовах, в т. ч. від МБРР та ЄС, так і для зміцнення довіри іноземних інвесторів і зниження надалі вартості залучення комерційних кредитів (позик).

3.4 Ціль 4. Продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами та подальше удосконалення політики управління державним боргом

Забезпечення надійної підтримки з боку іноземних інвесторів

Для забезпечення стабільного доступу до міжнародних ринків капіталу **необхідним є продовження розвитку системних та довгострокових відносин з інвесторами. Одним із завдань України в межах цієї Стратегії є розширення бази інвесторів з точки зору географії та типу інвесторів.** З цією метою Стратегія передбачає регулярне інформування Україною інвесторів щодо основних макроекономічних та фіскальних даних.

Зусилля України щодо налагодження комунікації з інвесторами підкріплюються **регулярним оновленням і публікацією презентації для інвесторів на веб-сайті Мінфіну**, розповсюдженням щомісячного огляду найважливіших змін та подій в Україні, організацією інформаційних виїзних презентацій для іноземних інвесторів (роуд-шоу), а також підтримкою офіційної сторінки Мінфіну в терміналі Bloomberg.

Покращення процесів для впровадження середньострокової стратегії управління державним боргом

Наразі Мінфін є відповідальним за розроблення та впровадження Стратегії. Однак управління державним боргом через незалежну установу (офіс, агентство) може сприяти більш ефективному впровадженню Стратегії та управлінню боргом в цілому. Така установа повинна мати можливості щодо більш гнучкого управління державним боргом, зокрема шляхом проведення голландських аукціонів (аукціонів зі зниженням ціни) та синдикації випусків ОВДП з різними строками погашення, взаємодії з інвесторами, а також налагодження відносин з первинними дилерами. Створення такої Агенції передбачене Законом України "Про Державний бюджет України на 2019 рік". У першому кварталі 2019 року розпочато роботу з підготовки відповідних змін до Бюджетного кодексу України.

Робота з кредитними рейтинговими агентствами

В межах покращення інвестиційної привабливості державних боргових інструментів Україна в наступні роки буде проводити активну роботу з рейтинговими агентствами з метою подальшого підвищення суверенних кредитних рейтингів.

4. Аналіз показників державного боргу України у 2019-2022

4.1 Основні сценарії та макроекономічні цілі

Макроекономічні і фінансові припущення

Стратегія побудована на макроекономічному прогнозі Міністерства економічного розвитку і торгівлі України (далі – МЕРТ), схваленому Кабінетом Міністрів України 15 травня 2019 року, а також припущеннях Мінфіну.

Макроекономічні припущення

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Основні макроекономічні припущення | | | | | |
| Темп приросту реального ВВП (%) | 3,3% | 2,8% | 3,3% | 3,8% | 4,1% |
| Номинальний ВВП (млрд. грн.) | 3.558,7 | 4.035,2 | 4.551,7 | 5.069,9 | 5.617,3 |
| Номинальний ВВП (млрд. дол. США) | 130,8 | 147,3 | 161,4 | 172,4 | 187,2 |
| Дефлятор ВВП (% зміна) | 15,4% | 10,3% | 9,2% | 7,3% | 6,4% |
| Фінансові припущення | | | | | |
| Дефіцит державного бюджету у % до ВВП | 1,66% | 2,23% | 2,09% | 1,88% | 1,70% |
| Надходження від приватизації (млрд. грн.) | 0,3 | 17,1 | 5,0 | 6,0 | 6,0 |
| Обмінні курси | | | | | |
| У середньому за період: | | | | | |
| USD/UAH | 27,2 | 27,4 | 28,2 | 29,4 | 30,0 |
| На кінець періоду: | | | | | |
| USD/UAH | 27,7 | 28,0 | 29,4 | 30,5 | 30,7 |
| XDR/UAH | 38,5 | 38,9 | 40,9 | 42,4 | 42,7 |
| EUR/UAH | 31,7 | 32,1 | 33,7 | 34,9 | 35,2 |
| CAD/UAH | 20,3 | 20,6 | 21,6 | 22,4 | 22,5 |
| JPY/UAH | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |

Джерела МЕРТ, Мінфін

4.2 Поточні прогнози та висновки за результатами аналізу боргової стійкості

Співвідношення обсягу боргу

За базовим сценарієм рівень державного боргу України вважається прийнятним. Очікується, що співвідношення боргу та ВВП буде поступово знижуватися з 52,3% на кінець 2018 року до 42,4% на кінець 2022 року. Тенденція до зниження свідчить про здатність України виконувати боргові зобов'язання у довгостроковій перспективі.

Прогнозна динаміка обсягу державного боргу

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Державний внутрішній борг | | | | | |
| В екв. млрд. грн. | 761,1 | 799,2 | 887,1 | 948,6 | 983,5 |
| В екв. млрд. дол. США | 27,5 | 28,5 | 30,2 | 31,1 | 32,0 |
| % до ВВП | 21,4% | 19,8% | 19,5% | 18,7% | 17,5% |
| Державний зовнішній борг | | | | | |
| В екв. млрд. грн. | 1.099,2 | 1.260,9 | 1.250,3 | 1.329,9 | 1.400,0 |
| В екв. млрд. дол. США | 39,7 | 45,0 | 42,5 | 43,6 | 45,6 |
| % до ВВП | 30,9% | 31,2% | 27,5% | 26,2% | 24,9% |
| Всього державний борг | | | | | |
| В екв. млрд. грн. | 1.860,3 | 2.060,1 | 2.137,4 | 2.278,6 | 2.383,5 |
| В екв. млрд. дол. США | 67,2 | 73,6 | 72,7 | 74,7 | 77,6 |
| % до ВВП | 52,3% | 51,1% | 47,0% | 44,9% | 42,4% |

Джерело Мінфін

Прогнозні показники погашення та обслуговування державного боргу

| Динаміка витрат з погашення та обслуговування державного боргу | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Витрати за державним внутрішнім боргом | | | | |
| В екв. млрд грн | 330,5 | 302,4 | 295,2 | 307,9 |
| В екв. млрд дол. США | 12,1 | 10,7 | 10,0 | 10,3 |
| % до ВВП | 8,2% | 6,6% | 5,8% | 5,5% |
| % до доходів державного бюджету | 32,2% | 27,6% | 24,7% | 23,5% |
| Витрати за державним зовнішнім боргом | | | | |
| В екв. млрд грн | 152,9 | 189,1 | 187,7 | 173,1 |
| В екв. млрд дол. США | 5,6 | 6,7 | 6,4 | 5,8 |
| % до ВВП | 3,8% | 4,2% | 3,7% | 3,1% |
| % до доходів державного бюджету | 14,9% | 17,3% | 15,7% | 13,2% |
| Загальні витрати з погашення та обслуговування боргу | | | | |
| В екв. млрд грн | 483,4 | 491,5 | 482,9 | 481,0 |
| В екв. млрд дол. США | 17,6 | 17,4 | 16,4 | 16,0 |
| % до ВВП | 12,0% | 10,8% | 9,5% | 8,6% |
| % до доходів державного бюджету | 47,1% | 44,9% | 40,4% | 36,7% |

Джерело: Мінфін

5. Ризики державного боргу України

Контроль за ризиками державного боргу проводиться на основі оцінки показників ризику рефінансування, ліквідності, а також відсоткового, валютного та бюджетного ризиків та ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом.

5.1 Ризик рефінансування

Борг з терміном погашення у 2019–2022 роках

В рамках наявного боргового портфеля протягом наступних чотирьох років очікуються значні піки рефінансування державного боргу. Зокрема, загальні витрати з погашення та обслуговування державного боргу в 2019 році складуть 483 млрд грн, а середній обсяг виплат за державним боргом в 2020-2022 роках очікується на рівні 485 млрд гривень. Основна частина цих платежів складається з погашення державного внутрішнього боргу як у національній валюті, так і в іноземних валютах.

Мінімізація цього ризику можлива шляхом розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів. З метою забезпечення достатньої ліквідності державних цінних паперів створено інститут первинних дилерів. За результатами 2018 року первинні дилери розташовані за обсягом придбання ОВДП на первинному ринку наступним чином: Приватбанк, Ощадбанк, Укрексімбанк, Укргазбанк, ОТП Банк, Citibank, Перший Український Міжнародний Банк, Альфа-Банк, Кредобанк, Райффайзен Банк Аваль, Укрсиббанк та Банк Південний.

Розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів планується також шляхом залучення міжнародних інвесторів на внутрішній ринок України. З цією метою в травні 2019 року український ринок було приєднано до мережі міжнародного центрального депозитарію цінних паперів Clearstream через рахунок в депозитарії НБУ. Цим було полегшено доступ міжнародних інвесторів до державних цінних паперів України, підвищуючи таким чином попит на ОВДП та їх ліквідність.

Оскільки ризик рефінансування в найближчі роки пов'язаний зі значними обсягами ОЗДП, що підлягають погашенню, зниження цього тиску можливе також шляхом продовження практики здійснення активних операцій з управління державним боргом.

Середній строк до погашення державного боргу

Середньозважений строк до погашення державного боргу станом на 31.12.2018

| | років |
|---------------------------|------------|
| Державний борг | 8,9 |
| Державний внутрішній борг | 10,0 |
| Державний зовнішній борг | 8,1 |

Джерело Мінфін

Структура державного боргу України має збалансований середній строк до погашення. В жовтні 2017 року Україна успішно провела репрофайлінг ОВДП, що знаходились у власності НБУ, таким чином подовживши середній строк погашення державного внутрішнього боргу.

На міжнародному рівні перший в історії незалежної України 15-річний випуск ОЗДП у 2017 році та нещодавній випуск ОЗДП з погашенням у 2028 році дали змогу подовжити строк до погашення державного зовнішнього боргу. Окрім цього велика частка пільгового фінансування, яке має довший строк погашення, а також продовження здійснення активних операцій з управління державним боргом дадуть можливість подальшого збільшення середнього строку до погашення державного зовнішнього боргу в середньостроковій перспективі.

5.2 Ризик ліквідності

| Показники зовнішнього сектору | | | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Міжнародні резерви, млрд дол. США | 13,3 | 15,5 | 18,8 | 20,8 |
| Обслуговування державного зовнішнього боргу, млрд дол. США | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| Експорт, млрд дол. США | 47,9 | 46,0 | 53,9 | 59,1 |
| Імпорт, млрд дол. США | 50,2 | 52,5 | 62,5 | 70,3 |
| Співвідношення міжнародних резервів та витрат з обслуговування держ. зовнішнього боргу | 10,8х | 12,3х | 12,8х | 13,6х |
| Міжнародні резерви у місяцях імпорту | 3,0х | 3,0х | 3,2х | 3,4х |
| Співвідношення експорту та обслуговування держ. зовнішнього боргу | 39,0х | 36,5х | 36,7х | 38,6х |

Джерела Державна служба статистики України, НБУ

Після економічного спаду в 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 дол. США на кінець 2014 року до 15,5 млрд дол. США станом на кінець 2016 року та 20,8 млрд дол. США станом на кінець 2018 року.

Станом на кінець 2018 року міжнародні резерви склали 20,8 млрд дол. США, що становило 3,5 місяців майбутнього імпорту і свідчить про значний прогрес в процесі відновлення резервів з 1,8 місяців імпорту станом на кінець 2014 року. Наступні транші в рамках поточної програми МВФ та/або започаткування нової програми співпраці з МВФ допоможуть надалі зміцнювати зовнішню позицію країни.

5.3 Валютний ризик

Кореляція гривні з іншими валютами

Вплив зміни обмінного курсу долара США на державний борг посилюється високим рівнем кореляції з обмінними курсами інших основних валют, в яких номіновано боргові зобов'язання України, таким чином підвищуючи валютний ризик державного боргу України.

Історична кореляція між обмінними курсами гривні (UAH) до основних валют, в яких номіновано державний борг України, починаючи з січня 2017 року

| | UAH/USD | UAH/EUR | UAH/XDR | UAH/JPY | UAH/CAD |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| UAH/USD | | 98% | 96% | 96% | 99% |
| UAH/EUR | 98% | | 95% | 97% | 99% |
| UAH/SDR | 96% | 95% | | 91% | 95% |
| UAH/JPY | 96% | 97% | 91% | | 97% |
| UAH/CAD | 99% | 99% | 95% | 97% | |

Джерело Bloomberg (31.03.2019)

Прогноз динаміки обмінного курсу

Відповідно до прогнозу економічного і соціального розвитку України очікується уповільнення девальвації гривні до долара США протягом наступних років в рамках нормалізації грошово-кредитної політики. Така динаміка номінального обмінного курсу очікувано приведе до досягнення довгострокової рівноваги реального ефективного обмінного курсу (РЕОК).

5.4 Відсотковий ризик

Середній час рефіксації відсоткових ставок за портфелем державного боргу України становить 5,1 років. Такий термін вказує на те, що найближчим часом низька частка державного боргу буде схильна до ризику зміни відсоткових ставок. Крім того, даний показник є децю вищим для державного внутрішнього боргу порівняно з державним зовнішнім боргом, що пояснюється більшою часткою державного зовнішнього боргу з фіксованими ставками.

Показники відсоткового ризику

| | Внутрішній борг | Зовнішній борг | Держ. борг, всього |
|-----------------------------------------------------------------|-----------------|----------------|--------------------|
| Середній термін до рефіксації (років) | 5,4 | 4,1 | 5,1 |
| Борг з рефіксацією ставок через рік (% від цілого) ¹ | 35,4% | 33,2% | 34,8% |
| Платежі з обслуговування з фіксованими ставками (% від цілого) | 69% | 77% | 71% |

Джерело Мінфін (31.12.2018)

Примітка 1 Борг з рефіксацією ставок через 1 рік включає борг з плаваючими ставками та борг з фіксованими ставками з погашенням у 2018 році.

Частка боргу з рефіксацією ставок протягом 2019 року становить 35% державного боргу України. Зокрема, в 2019 році відсоткові ставки будуть переглянуті для 35% внутрішнього боргу та 33% зовнішнього боргу.

Україна прагне підтримувати поточну структуру відсоткових ставок, тобто утримувати в існуючих межах частину зовнішнього боргу, яка підлягатиме перегляду відсоткових ставок у найближчий час, тим самим мінімізуючи відсотковий ризик. Щодо внутрішнього ринку, таке значення відповідає очікуванням Уряду щодо зниження відсоткових ставок в середньостроковій перспективі, а також прогнозу зниження рівня інфляції до 2020 року.

5.5 Бюджетний ризик

В результаті зусиль щодо фіскальної консолідації та запровадження середньострокового бюджетного планування Україні вдалося досягти зниження відношення дефіциту державного бюджету до ВВП з 2,9% у 2016 році до 1,7% у 2018 році.

Зокрема, в результаті запровадження середньострокового бюджетного планування, починаючи з 2019 року розробляється нова Бюджетна декларація, яка стає головним документом бюджетного процесу. Окрім іншого, бюджетна декларація міститиме граничні показники дефіциту державного бюджету, державного боргу, а також граничні показники видатків в розрізі головних розпорядників бюджетних коштів на наступні три роки, що значно підвищить передбачуваність бюджетної політики України.

Україна прагне в майбутньому продовжувати зусилля, спрямовані на фіскальну консолідацію з метою подальшого зниження дефіциту державного бюджету, що разом з іншими факторами сприятиме зниженню боргового навантаження.

5.6 Інші ризики

Макроекономічні ризики та їх наслідки для стратегій управління боргом

Після кризи 2014 року було визначено 2 основні макроекономічні ризики, що можуть створити

невизначеність при управлінні державним боргом України

- **Ризик падіння темпів зростання реального ВВП:** темп росту може бути нижчим за очікуваний рівень, як це траплялось в 2014–2015 рр.
- **Ризик зростання інфляції:** виважена монетарна політика НБУ і перехід до режиму інфляційного таргетування, зокрема, значно знизили рівень інфляції в Україні. Проте ризик зростання інфляції повинен розглядатися серед потенційних сценаріїв.

Вищезазначені макроекономічні ризики знаходяться поза контролем Мінфіну, і таким чином не є визначальними факторами в межах аналізу управління державним боргом України.

Ризики, пов'язані з управлінням державним боргом

Банківський сектор України характеризується відносно великою часткою державних банків, на які припадає понад 50% загальних активів сектору. Чотири банки, які частково або повністю належать державі, становлять собою ризик додаткових зобов'язань, що може виникнути в разі настання їх неплатоспроможності. Окрім цього ризик додаткових зобов'язань також зумовлений необхідністю додаткової капіталізації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО), яка може мати місце в разі банкрутства комерційних банків.

Для того, щоб знизити системні ризики банківського сектору, пов'язані з банкрутством, процедура рекапіталізації та норми, що регулюють припинення банківської діяльності, були спрощені внаслідок прийняття Закону України «Про спрощення процедур капіталізації та реорганізації банків». Зокрема, дане законодавство України дозволяє українським банкам:

- припиняти свою банківську діяльність без ліквідації юридичної особи, якщо вони не виконують вимоги щодо рекапіталізації, встановлені Національним банком України
- скорочувати тривалість процедур реорганізації банків з півтора року до трьох-чотирьох місяців
- об'єднуватись з іншими банками для виконання вимог щодо рекапіталізації, встановлених НБУ, що було неможливим згідно з попереднім законодавством

Огляд державних деривативів України

Державні деривативи відповідно до законодавства України не є частиною державного боргу України. МВФ та рейтингові агентства також не відносять державні деривативи до державного боргу, оскільки ці інструменти наразі не формують витрати на обслуговування державного боргу України.

Державні деривативи України, випущені в межах реструктуризації боргу у 2015 році, є цінними паперами з умовними виплатами загальним номінальним обсягом 3,2 млрд дол. США з терміном обігу до 2040 року. Такі інструменти не мають визначеної номінальної вартості на момент погашення. Платежі за цими інструментами залежать від темпу приросту ВВП України з 2019 до 2038 року, при цьому виплати можливі щороку через два календарні роки, тобто з 2021 до 2040 року.

Величина платежу розраховується наступним чином:

- якщо приріст реального ВВП складає < 3% або номінальний ВВП України становить менше ніж 125,4 млрд дол. США: платіж не проводиться;
- якщо приріст реального ВВП складає від 3% до 4%: 15% приросту реального ВВП від 3% до 4%;
- якщо приріст реального ВВП складає > 4%: 40% приросту реального ВВП, що перевищує 4%, на додаток до суми за приріст ВВП з 3 до 4%;
- з 2021 до 2025 року платежі обмежені на рівні 1% ВВП.

6. План дій на 2019–2022 роки

Виходячи із проведеного аналізу структури ризиків та порівняльного аналізу державного боргу України в межах дії цієї Стратегії розглядаються як найбільш доцільні наступні варіанти джерел фінансування і заходів з управління державним боргом.

6.1 Можливі джерела фінансування

Внутрішні джерела фінансування

| | Доступні інструменти (не вичерпно) |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ринкові цінні папери | <ul style="list-style-type: none">• ОВДП, номіновані в гривні• ОВДП, номіновані в гривні з прив'язкою до інфляції• ОВДП, номіновані в доларах США / євро |
| Комерційні кредити | <ul style="list-style-type: none">• Банківські кредити |

Зовнішні джерела фінансування

| | Доступні інструменти (не вичерпно) |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Світовий банк | <ul style="list-style-type: none">• Позики на Політику Розвитку• Проектні кредити• Програмні гарантії |
| ЄІБ / ЄБРР | <ul style="list-style-type: none">• Проектні кредити• Кредити через фінансові установи |
| Європейський Союз | <ul style="list-style-type: none">• Макрофінансова допомога (МФД) |
| Двосторонні кредити | <ul style="list-style-type: none">• Двостороннє фінансування від країн-партнерів |
| Комерційні / напівпільгові кредити | <ul style="list-style-type: none">• Кредити від державних банків розвитку• Комерційні кредити• Бідж-кредити |
| Єврооблігації | <ul style="list-style-type: none">• ОЗДП в дол. США / євро / грн. (публічне та приватне розміщення) |

6.2 Стратегія на середньостроковий період

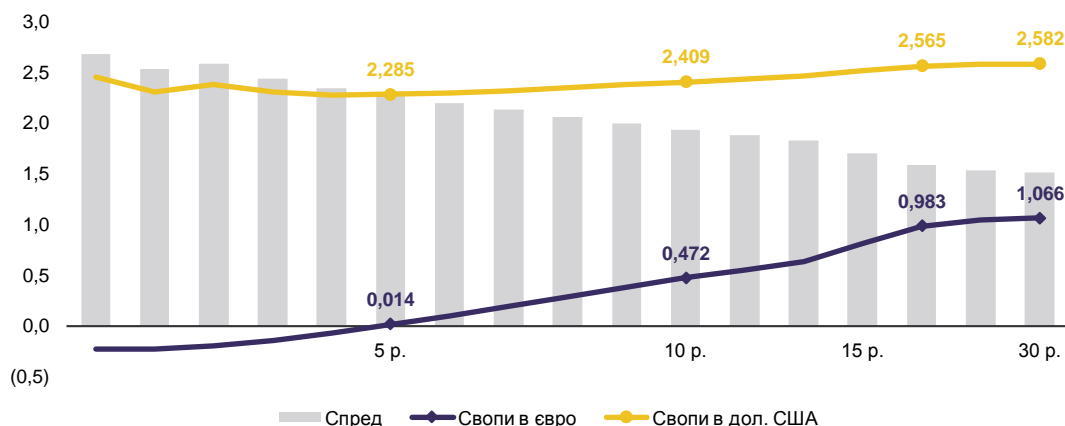
Розміщення ОЗДП, номінованих в інших валютах, для міжнародних інвесторів

З метою оптимізації структури державного боргу з точки зору валютного ризику розглядається можливість розміщення ОЗДП, номінованих в інших валютах ніж долар США, на міжнародному ринку капіталу. Випуск таких цінних паперів також може сприяти подовженню середнього строку до погашення державного боргу та зменшенню середньої вартості його обслуговування.

Диверсифікація іноземних валют в борговому портфелі України є одним із заходів зменшення валютного ризику державного боргу. У зв'язку з цим розглядається можливість виходу на міжнародний ринок шляхом випуску ОЗДП, номінованих в євро.

Через нижчі відсоткові ставки поточні умови на європейських ринках облігацій є більш привабливими в порівнянні з ринком облігацій в доларах США. Як показано на графіку нижче, крива відсоткових свопів в доларах США значно перевищує аналогічну криву в євро, що свідчить про більш сприятливі ринкові умови для проведення операцій в євро. Україна прагне скористатися такими перевагами з метою сприяння зниженню власної кривої дохідності та, відповідно, зменшенню вартості обслуговування державного боргу. Доцільність такого розміщення визначатиметься рівнем валютного ризику та попитом серед європейських інвесторів.

Криві свопів у євро і доларах США станом на 31.03.2019



Джерело Bloomberg

Крім того, подібна транзакція надасть можливість розширити перелік інвесторів у державні цінні папери України та диверсифікувати джерела фінансування, що в свою чергу збільшить гнучкість у фінансуванні дефіциту бюджету та управлінні державним боргом.

Також може бути розглянута можливість випуску на міжнародному ринку нових боргових інструментів, номінованих в гривні, що може забезпечити альтернативне джерело фінансування та зменшити валютний ризик державного боргу. Доцільність такого розміщення визначатиметься наявністю попиту та умовами на міжнародному ринку капіталу.

Випуск ОЗДП, номінованих в доларах США

Розглядається можливість випуску ОЗДП в доларах США за двома варіантами, які не виключають один одного: додатковий випуск єврооблігацій або випуск нового боргового інструменту.

При цьому, новий випуск має передбачати термін погашення, який уможливить подальше вирівнювання графіка погашення державного боргу України.

Операції з управління державним боргом

Розглядається можливість продовження розпочатих у 2017 році активних операцій з управління державним боргом з метою вирівнювання графіка погашення боргу України.

Перший варіант передбачає можливість викупу обраного випуску єврооблігацій шляхом оголошення пропозиції щодо викупу/обміну з метою зниження піків рефінансування зовнішнього боргу.

Другий варіант передбачає частковий викуп/обмін декількох випусків єврооблігацій шляхом оголошення пропозиції щодо викупу. Пропозиція щодо викупу кожного з цих випусків може включати граничну суму.

Пільгове фінансування

В рамках мінімізації витрат з обслуговування державного боргу шляхом залучення та розширення пільгового фінансування можливими партнерами для України є:

- **МФО**
 - Кредит на політику розвитку («DPL»), що надається Світовим банком на підтримку соціальних та економічних реформ
 - Гарантійна операція на підтримку реформ («PVG»), що є частковою гарантією, яка надається Світовим банком за комерційним кредитом/позикою.
 - Бюджетне та проектне фінансування в рамках угод, укладених з міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, ЄБРР, Світовий банк, ЄІБ тощо).
- **Уряди іноземних держав**

6.3 Проведення активної роботи з інвесторами та міжнародними рейтинговими агентствами

В рейтингу Міжнародного інституту фінансів 2018 року завдяки впровадженню ефективних практик в межах розбудови відносин з інвесторами Україна була визнана країною, якій вдалось досягти найбільшого прогресу, за індексом «Відносини з інвесторами та прозорість даних» з 2017 року.

Основними завданнями на шляху покращення відносин з інвесторами є більша відкритість та публічність, в тому числі шляхом подальшої розбудови офіційного веб-сайту Міністерства. У зв'язку з цим Мінфін веде активну роботу в напрямку покращення відносин з інвесторами, що серед іншого включає реалізацію наступних заходів:

- щомісячне поширення звітів щодо виконання державного бюджету, стану державного боргу та актуальних важливих змін та подій в економіці України;
- регулярне оновлення інвесторської презентації з актуальною детальною інформацією щодо економічної ситуації та структури державного та гарантованого державою боргу;
- регулярне оновлення календаря для інвесторів, що включає дати публікації важливих економічних показників;
- публікацію щомісячного макроекономічного огляду та прогнозу;
- відповіді на запити інвесторів та дзвінки з інвесторами.

Мінфін також регулярно оновлює сторінку в терміналі Bloomberg. Сторінка містить інформацію про суверенні фінансові інструменти та націлена на інформування іноземних інвесторів, серед іншого, щодо графіка та результатів аукціонів з випуску ОВДП, інформації щодо ОВДП та ОЗДП, емітентом яких є Україна та переліку первинних дилерів.

Спрощення доступу до інформації для інвесторів через термінал Bloomberg очікується після переходу на аукціонну платформу Bloomberg, що розглядається Мінфіном як один із пріоритетних напрямів роботи в найближчій перспективі.