

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра економічної теорії

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«МОДЕЛЬ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ЯК ІНСТРУМЕНТ
ОЦІНКИ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ КРАЇНИ (НА ПРИКЛАДІ
ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ)»**

Виконав: студент 4-го року навчання,
Спеціальність: 051 «Економіка»

Тептюк Дмитро Сергійович

Керівник: Григор'єв Г. С.
доктор економічних наук, доцент

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою _____

Секретар ЕК _____
« ____ » _____ 20 ____ р.

ЗМІСТ

ВСТУП	1
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВИКОРИСТАННЯ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ	4
1.1 Сутність та економічний зміст понять суверенного боргу та боргової стійкості. Типи моделей аналізу боргової стійкості	4
1.2 Теоретико-методологічний інструментарій моделі аналізу боргової стійкості MAC SRDSF ...	10
1.3 Методи аналізу фінального звіту моделі MAC SRDSF	15
Висновки до розділу 1	21
РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ЗА ДОПОМОГОЮ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ	23
2.1 Оцінка фінансової політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості.....	23
2.2 Оцінка монетарної політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості.....	33
2.3 Оцінка зовнішньоторговельної політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості.....	35
Висновки до розділу 2	38
РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЯ ПОКРАЩЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ПОВНОМАСШТАБНОГО ВТОРГНЕННЯ ТА ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ НА ОСНОВІ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ	40
3.1 Невідкладні макроекономічні заходи для стабілізації боргового навантаження в короткостроковій перспективі.....	40
3.2 Макроекономічна політика покращення боргової стійкості України в середньостроковій перспективі	45
3.3 Стратегічне планування довгострокових макроекономічних заходів задля забезпечення боргової стійкості та сталого повоєнного розвитку	51
Висновки до розділу 3	55
ВИСНОВОК	57
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	61
ДОДАТКИ	66

ПЕРЕЛІК СКОРОЧЕНЬ ТА УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АПК	–	Агропромисловий комплекс
ВВП	–	Внутрішній Валовий Продукт
ВПФ	–	Валові Потреби у Фінансуванні
ДМС	–	Державна Митна Служба
ДПС	–	Державна Податкова Служба
МВФ	–	Міжнародний Валютний Фонд
НБУ	–	Національний Банк України
НСДУ	–	Національна Стратегія Доходів України
ОВДП	–	Облігації Внутрішньої Державної Позики
ПЖЕ	–	Політика Жорсткої Економії (Austerity)
ЦБ	–	Центральний Банк
MAC		Market-Access Countries Sovereign Risk and Debt Sustainability
SRDSF	–	Framework
VaR	–	Value at Risk

ВСТУП

Міжнародний Валютний Фонд відіграє провідну роль у світовій фінансовій системі та переважно відомий своєю функцією кредитування країн, що перебувають на порозі або у стані економічної кризи. Проте однією з найголовніших функцій МВФ, що часто залишається непоміченою, є аналітична, що дозволяє попереджати кризи та підтримувати кредитні операції фонду. Серед значної кількості методологічних інструментів, що використовуються МВФ, центральне місце посідає модель аналізу боргової стійкості, що слугує базовим фундаментом для більшості операцій фонду та дозволяє оцінити ризики суверенного боргу його країн-членів. В цій роботі розглядається актуальна ітерація цієї моделі – MAC SRDSF¹, і те, яким чином її можна використати для оцінки макроекономічної політики країни.

Актуальність дослідження. MAC SRDSF було затверджено МВФ у 2021 році, а офіційні методологічні рекомендації було випущено роком пізніше, у 2022 році, через що модель абсолютно не розглянута у вітчизняній академічній літературі та недостатньо досліджена в іноземній. Натомість фінальні звіти за моделлю MAC SRDSF є обов'язковим елементом договорів та меморандумів з МВФ та важливим джерелом інформації для політиків, представників уряду та влади, журналістів та широкої громадськості. Відповідно, присутня академічна прогалина, яку заповнює дане дослідження. Більш того, в роботі пропонується розглянути модель MAC SRDSF не просто як інструмент оцінки боргової стійкості, а в більш ширшому контексті – як інструмент оцінки всієї макроекономічної політики країни, який може вказати на системні проблеми у фінансовій, монетарній та зовнішньоторговельній політиці. Маючи глибоке розуміння того, які саме проблеми спричиняють дестабілізацію суверенного боргу, відкривається можливість ідентифікації макроекономічних політик, що можуть позитивно вплинути на вирішення цих проблем та сприяти борговій стабілізації. Результати даної роботи

¹ MAC SRDSF (англ.) - Market-Access Countries Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework - Модель аналізу суверенного ризику та боргової стійкості для країн, що мають доступ до ринку

можуть бути використані для подальшого визначення належних стратегічних заходів, спрямованих на поліпшення боргової ситуації в Україні.

Об'єкт дослідження. Об'єктом дослідження даної роботи є модель аналізу боргової стійкості MAC SRDSF, розроблена Міжнародним Валютним Фондом.

Предмет дослідження. Предметом дослідження роботи є теоретичні, методичні та практичні аспекти використання моделі боргової стійкості MAC SRDSF задля оцінки макроекономічної політики країни.

Мета дослідження. Метою роботи є дослідити практичне використання моделі аналізу боргової стійкості MAC SRDSF як інструмента оцінки макроекономічної політики країни та проаналізувати економіку України за допомогою моделі, надаючи практичні рекомендації щодо доцільної макроекономічної політики.

Відповідно до мети дослідження, сформовано наступні основні завдання дослідження:

- Визначити сутність та економічний зміст поняття суверенного боргу та боргової стійкості;
- Визначити та представити типи моделей аналізу боргової стійкості;
- Дослідити теоретико-методологічний інструментарій моделі MAC SRDSF;
- Визначити та описати методи аналізу фінального звіту моделі MAC SRDSF;
- Проаналізувати фіскальну політику України за допомогою моделі MAC SRDSF;
- Проаналізувати монетарну політику України за допомогою моделі MAC SRDSF;
- Проаналізувати зовнішньо-торговельну політику України за допомогою моделі MAC SRDSF;
- Розробити рекомендації щодо невідкладних макроекономічних заходів для стабілізації боргового навантаження України в короткостроковій перспективі;
- Розробити рекомендації щодо покращення боргової стійкості України в середньостроковій перспективі;

- Розробити рекомендації довгострокових макроекономічних заходів задля забезпечення боргової стійкості та сталого повоєнного розвитку.

Практичне використання дослідження. Предмет дослідження має великий потенціал до практичного використання у сфері державного управління, адже дозволяє ідентифікувати макроекономічні політики, що матимуть найбільшу доцільність в контексті покращення боргової стійкості країни. Подібний підхід може бути успішним доповненням до вже існуючих моделей та систем прийняття рішень. Релевантними до предмету дослідження державними інституціями є Міністерство Фінансів, Міністерство Економіки та Національний Банк України.

Методи дослідження. Теоретична (перша) частина цієї роботи використовує методи узагальнення, класифікації, конкретизації, формалізації та синтезу задля представлення теоретико-методологічних особливостей моделі MAC SRDSF та визначення сутності та економічного змісту ключових понять та змінних моделі. В аналітичній (другій) частині використовуються методи порівняння, моделювання, вимірювання, індукції та кількісної аналітики задля аналізу фіскальної, монетарної та зовнішньо-торговельної політик України на основі фінального звіту моделі MAC SRDSF. Рекомендаційна (третя) частина роботи додатково містить методи прогнозування та визначення припущень, що дозволяють розробити стратегію покращення боргової стійкості України в короткостроковій, середньостроковій та довгостроковій перспективі.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВИКОРИСТАННЯ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

В цьому розділі наведений теоретичний та методологічний огляд моделі аналізу боргової стійкості MAC SRDSF, що починається з визначення рамок економічного змісту понять суверенного боргу та боргової стійкості, які є ключовими для розуміння та аналізу моделі. Після виокремлення термінів, в загальних рисах оглядаються типи моделей боргової стійкості, що надає кращий контекст для подальшого розуміння об'єкта дослідження. Огляд моделі MAC SRDSF, наведений в розділі 1.2, презентує історію розвитку моделі, її базову логіку, концептуальні засади та детальний огляд її методологічних інструментів. Наступний розділ 1.3 концентрується на структурі та методах аналізу фінального звіту моделі, заглиблюючись в її ключові макроекономічні взаємозалежності, що є фундаментом для аналітичного огляду в другому розділі цієї роботи.

1.1 Сутність та економічний зміст понять суверенного боргу та боргової стійкості. Типи моделей аналізу боргової стійкості

1.1.1 Суверенний борг

Термін суверенного боргу є доволі широким поняттям та не має чіткого офіційного міжнародного визначення, яке б використовувалось кожною країною. В науковій літературі поняття суверенного боргу часто вживається як синонім до понять державного боргу, національного боргу або урядового боргу, проте для багатьох ці поняття не є взаємозамінними, що утворює плутанину в академічних колах. Для того аби надати чітке визначення поняттю суверенного боргу, варто зрозуміти яким є його інституційне охоплення та охоплення борговими інструментами.

В контексті *інституційного охоплення* важливо визначити борг яких інституцій можна вважати частиною суверенного боргу. Прийнято вважати, що суверенний борг – це борг уряду, проте кожна з країн має свою унікальну урядову структуру. Якщо у Великій Британії уряд є доволі централізованим і загалом борг центрального уряду можна вважати суверенним боргом, то в США окрім

центрального уряду є також федеральні уряди, що мають власні бюджети та, відповідно, заборгованості, тому в цьому випадку стверджувати що борг центрального уряду США є суверенним боргом буде невірно. Аби уникнути подібних проблем у визначенні інституційного охоплення, в статистичних інструкціях щодо ведення національних рахунків використовують концепт «загального уряду» (англ. - general government). В загальний уряд включають всі державні інституції як загальнонаціональної, так і місцевої юрисдикції таким чином оминаючи різницю в урядових системах різних країн (див. Рис. 1.1). В концепт загального уряду також включають групу установ, яким дають назву

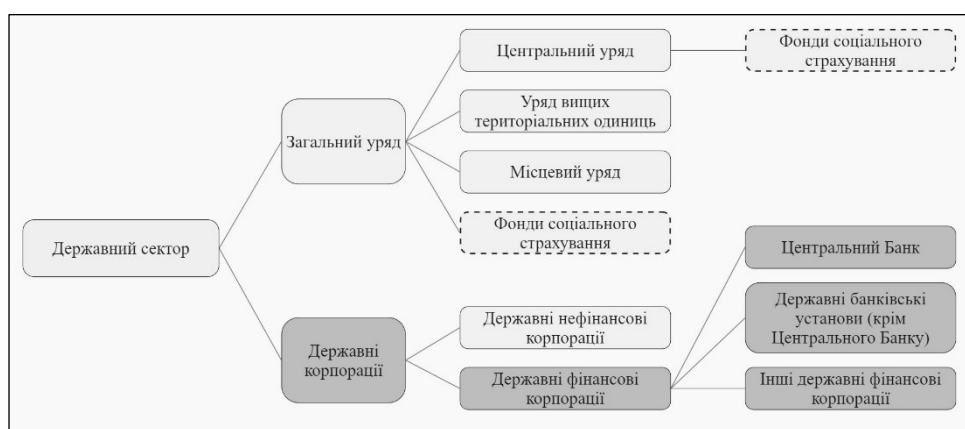


Рис. 1.1 Інституційне охоплення суверенного боргу [1]. Власний переклад

«Фонди соціального страхування» в які входять схеми соціального страхування для пенсій, охорони здоров'я та допомоги по безробіттю. Для централізованих політичних систем, фонди соціального страхування зазвичай є частиною загального бюджету центрального уряду, проте для децентралізованих це не завжди так, адже в таких системах соціальні фонди можуть мати дуже широку автономію, через що повинні розглядатись окремо від інших урядових структур [1].

Важливою складовою інституційного охоплення також є державні корпорації, адже в країнах з високою часткою державної власності, борг державних підприємств може досягати макроекономічних значень, що неодмінно впливатиме на загальний обсяг суверенного боргу. Державними підприємствами вважаються такі, що належать та/або контролюються урядом. Державні банки мають особливо сильний вплив на суверенний борг, оскільки вони матимуть великі баланси, а отже, великі зобов'язання або борги. Натомість найбільш особливим випадком є

Центральний Банк країни, який за статистичними рекомендаціями класифікується як державна фінансова корпорація, хоча багато в чому він нагадує радше державну одиницю.

Борг «загального уряду» та «державних корпорацій» загалом можна згрупувати в більш ширше поняття «боргу державного сектору», що загалом і буде вважатись інституційним охопленням терміну «суверенний борг» (див. Рис. 1.1). Важливою деталлю є те, що в національній статистиці інституційне охоплення суверенного боргу може сильно відрізнятись від країни до країни. У багатьох розвинутих країн, в інституційне охоплення входить лише борг «загального уряду», проте деякі, наприклад Велика Британія, включають також борг державних корпорацій, тому цю відмінність необхідно усвідомлювати при аналізі [2].

В контексті *охоплення борговими інструментами* важливо визначити які саме боргові інструменти входять в поняття суверенного боргу. Загальноприйнятими та найбільш розповсюдженими є два типи запозичень: запозичення у формі боргових цінних паперів (облігації) і запозичення у формі кредитів, включаючи кредити від внутрішніх та іноземних комерційних банків, двосторонні кредити від іноземних урядів та їхніх кредитних підрозділів (таких як банки розвитку), а також від міжнародних фінансових установ, таких як МВФ або Світовий Банк. Фундаментальна відмінність між цими двома типами полягає в тому, що боргові цінні папери призначені для ринкової торгівлі, тоді як кредити, як правило, ні, тому боргові цінні папери часто викуповуватимуться кимось іншим, а не їхніми початковими покупцями.

В деяких статистичних інструкціях згадується, що окрім згаданих двох інструментів, в суверенний борг повинні також входити угоди з державно-приватних партнерств, адже деякі країни використовують подібні контракти як можливість інвестувати в інфраструктуру, не відображуючи витрати в балансі, адже їх понесе приватний партнер, хоча фактично утворюється окрема форма фінансового лізингу і уряд все одно отримує боргове зобов'язання, яке не потрапляє в офіційну статистику суверенного боргу. Іншим прикладом є також державні зобов'язання у формі валюти та депозитів, які включені в статистику щодо

суверенного боргу ЄС, проте не включені в інших країнах. Також в боргову статистику інколи включають кредиторську заборгованість, похідні фінансові інструменти та пенсії, проте для спрощення, в цій роботі, задля уникнення проблем у порівнянні, охоплення борговими інструментами сконцентрується виключно на боргових інструментах та кредитах [1][3].

Отже, усвідомлюючи особливості інституційного охоплення та охоплення борговими інструментами, визначення поняття суверенного боргу є наступним. *Суверенний борг – це борг державного сектору, що складається з боргових цінних паперів та внутрішніх і міжнародних кредитів, випущених або укладених урядом всіх рівнів та державними корпораціями, включно з Центральним Банком.*

1.1.2 Боргова стійкість

Не дивлячись на те, що термін боргової стійкості вже давно існує як економічний концепт, досі існує проблема у формалізованому визначенні цього поняття. Найбільшим актором у питанні формалізації терміну є МВФ, який за останні 20 років запропонував декілька варіантів чіткого визначення поняття боргової стійкості. Серед них найбільш загальноприйнятим варіантом є наступний: *«боргова стійкість досягається при ситуації, коли уряд має високу ймовірність бути платоспроможним, тобто бути спроможним виконувати свої поточні та майбутні фінансові зобов'язання, не вдаючись до нездійсненої чи небажаної політики»* [4].

Важливою частиною цього визначення є розуміння частини «нездійсненна чи небажана політика». Такими політиками перш за все є повний або частковий дефолт, девальвація локальної валюти або значна емісія локальної валюти, що спричинять високу інфляцію. Також небажаними політиками є суттєве скорочення видатків або значне збільшення доходів бюджету через різке збільшення оподаткування. Загалом, під такою політикою варто розуміти будь-яку політику, що негативно вплине на макроекономічну стабільність країни.

Додатковим елементом цього визначення, що потребує особливої уваги є концепт «високої ймовірності платоспроможності», що згадується у формалізованому терміні. Платоспроможність в даному контексті – це концепт,

який неможливо виміряти в теперішньому моменті, а можливо лише спрогнозувати. Для платоспроможності, найважливішими є майбутні сальдо державного бюджету, а не рівень суверенного боргу в теперішньому моменті або в минулому, адже навіть якщо в теперішньому моменті уряд має високий рівень суверенного боргу, він все одно продовжуватиме бути платоспроможним, адже має можливість рефінансувати борг новими запозиченнями. В довгостроковому майбутньому, уряд може стабілізувати боргове навантаження завдяки збільшенню сальдо державного бюджету тому виходить, що оцінка платоспроможності зводиться до простого передбачення майбутніх бюджетних сальдо на невизначений період [5].

Таким чином, концептуалізація боргової платоспроможності та боргової стійкості вимагає винесення судження щодо подій, які ще не відбулися і які можуть охоплювати дуже довгий горизонт, вимірюваний десятиліттями. Подібна ситуація загалом і підводить академічну спільноту до створення різних моделей оцінки боргової стійкості, адже не дивлячись на те, що існує розуміння самого терміну боргової стійкості, виміряти її можливо лише за допомогою прогнозування майбутнього, оперуючи даними теперішнього та минулого. Оскільки кожна з моделей висуває різні вимоги до теперішніх макроекономічних показників, які б вказували на майбутню платоспроможність, не існує жодного академічного консенсусу щодо того, як саме виміряти «високу ймовірність платоспроможності», що загалом робить кожне з визначень боргової стійкості доволі неоднозначним. В цій роботі буде використано визначення МВФ згадане раніше, яке буде додатково формалізовано вимогами моделі MAC SRDSF, що розглядається в цій роботі.

1.1.3 Типи моделей аналізу боргової стійкості

Як вже було згадано раніше, найголовнішою ціллю моделей аналізу боргової стійкості є прогнозування макроекономічних показників країни, пов'язаних з її платоспроможністю, таких як сальдо бюджету, темпи зростання ВВП, відношення суверенного боргу до ВВП та інших. Не дивлячись на те, що підхід МВФ до прогнозування подібних показників в академічних колах вважається найбільш вдалим та загальноприйнятим, важливо також згадати інші існуючі методи та підходи задля надання загального контексту. Ця частина роботи не ставить ціллю

осягнути абсолютно всі існуючі методики, а радше має на меті надати загальний академічний контекст в якому існують моделі аналізу боргової стійкості.

Найбільш базовим інструментом оцінки боргової стійкості є індикатори співвідношення макроекономічних показників, які часто є частиною ширших підходів щодо оцінки загального ризику країн. Серед таких індикаторів є такі співвідношення як:

$$\frac{\text{Суверенний борг}}{\text{Обсяг експорту}}, \frac{\text{Суверенний борг}}{\text{ВВП}}, \frac{\text{Суверенний Борг}}{\text{Обсяг резервів ЦБ}}, \frac{\text{Короткостроковий Суверенний Борг}}{\text{Загальний Суверенний Борг}} \quad (1.1)$$

та інші. Подібні співвідношення зазвичай використовують рейтингові агентства для порівняння країн, адже вони є доволі зручними для обрахування рейтингових балів, проте не несуть особливої практичної користі в контексті більш глибокої оцінки платоспроможності [6].

Альтернативним підходом є, наприклад, VaR-моделювання (Value-at-risk)², що є більш актуальним для хедж-фондів та подібних компаній з управління капіталом. Замість того, щоб покладатися лише на співвідношення боргу до ВВП, VaR зосереджується на розподілі ймовірностей майбутніх рівнів боргу та потенційних боргових шоків. Головним припущенням VAR-моделей є те, що історичні кореляції будуть актуальними в майбутньому. VAR-моделі оцінюють кореляції та обраховують комбінації всіх можливих боргових шоків. Модель можна автоматизувати для випадкового генерування дуже великої кількості шоків (більше тисячі): малих, великих, ізольованих або тих, що поєднують багато подій. Важливо те, що метод пов'язує кожен шок з імовірністю виникнення, що є дуже корисно для подальшого прийняття інвестиційного рішення. VAR-моделювання частково застосовується і в моделі аналізу боргової стійкості МВФ, проте існує багато інших моделей, що використовують цей інструмент на більш складному рівні [7][8].

Ще одним цікавим інструментом аналізу боргової стійкості є так звані «Функції реагування» (англ. – reaction functions). Функції реагування підходять до аналізу боргової стійкості з поведінкової точки зору. Згідно цієї моделі, боргова стійкість досягається доти, доки влада адекватно реагує на боргові шоки шляхом

² Не плутати з векторними авторегресіями (теж інколи занотовується як VAR-моделювання)

підвищення первинного балансу бюджету. Таким чином, боргову стійкість можна розглядати як наслідок продемонстрованої поведінки влади. Проте ця модель є доволі лімітованою, адже наявність поведінкової боргової стійкості в минулому не є гарантією того, що майбутні уряди продовжуватимуть реагувати таким же чином. Не дивлячись на це, подібна модель є цікавим прикладом, що показує, що моделі аналізу боргової стійкості можуть бути не лише кількісними, але і якісними [5].

1.2 Теоретико-методологічний інструментарій моделі аналізу боргової стійкості MAC SRDSF

1.2.1 Еволюція та різновиди моделей аналізу боргової стійкості Міжнародного Валютного Фонду

Враховуючи провідну роль Міжнародного Валютного Фонду як кредитора останньої інстанції та гаранта міжнародної фінансової стабільності, зовсім не дивно, що саме ця організація має один з найбільш розвинутих підходів до аналізу боргової стійкості країн. Станом на початок 2024 року, МВФ використовує дві моделі аналізу боргової стійкості – LIC-DSF³ та згадану раніше MAC SRDSF. Модель LIC-DSF була розроблена у партнерстві зі Світовим Банком та використовується для аналізу боргової стійкості країн з низьким рівнем доходу, що отримують кошти від МВФ в рамках «Фонду скорочення бідності та розвитку». Модель MAC SRDSF натомість використовується для аналізу країн, що мають так званий «доступ до ринку», до яких входить і Україна. Потреба в двох різних підходах до аналізу боргової стійкості бере коріння в особливості структури суверенного боргу країн з низьким рівнем доходу, адже зазвичай майже весь суверенний борг таких країн складається з прямих міжнародних кредитів, а не з боргових цінних паперів, як це буває в більш економічно розвинутих країнах. Не дивлячись на те, що ці дві моделі мають деякі спільні методології, в цій роботі модель LIC-DSF не розглядатиметься через відсутність релевантності до контексту України.

³ LIC-DSF з англ. Low-Income Countries Debt Sustainability Framework

Модель MAC SRDSF є третьою ітерацією моделі аналізу боргової стійкості МВФ, що націлена на країни з «доступом до ринку». Найпершою моделлю була MAC-DSF⁴, що вперше була презентована в 2002 році та формалізувала підходи, що раніше використовував МВФ в одну єдину систему. Друга ітерація моделі була презентована в 2013 році, МВФ істотно оновив методологічні інструменти та підходи MAC-DSF у відповідь на недоліки, виявлені під час Глобальної фінансової кризи 2008 року і Кризи суверенного боргу Єврозони 2009 року. 3 лютого 2021 Виконавча Рада МВФ затвердила третю ітерацію моделі аналізу боргової стійкості, що отримала нову назву MAC SRDSF, а 8 серпня 2022 року було опубліковано офіційні методичні рекомендації щодо використання моделі [9].

Зазвичай, результати аналізу боргової стійкості публікуються в офіційних річних звітах МВФ по кожній країні, а також в документах консультацій за статтею IV, або в запитах або оглядах програм фінансування. Для України, найбільш актуальним аналізом на час написання цієї роботи є огляд, опублікований 22 березня 2024 року в аналітичному звіті МВФ щодо «Третього перегляду розширеної угоди за механізмом розширеного фінансування». Аналіз боргової стійкості України, проведений на основі моделі MAC SRDSF наведено в Додатках А–Л цієї роботи [10].

1.2.2 Концептуальні засади та базова логіка моделі MAC SRDSF

Концептуально, аналіз боргової стійкості за допомогою моделі MAC SRDSF складається з трьох основних етапів. Найпершим та найголовнішим етапом аналізу, від якого залежать всі подальші результати є аналіз суверенного ризику. Оцінка суверенного ризику складається з трьох модулів – модуль аналізу короткострокового ризику, модуль аналізу середньострокового ризику та модуль аналізу довгострокового ризику. Кожен з модулів має окрему методологію оцінки ризику⁵ та може видати три сигнали – «високий суверенний ризик», «помірний суверенний ризик» та «низький суверенний ризик». Сигнал трьох модулів комбінується в загальну оцінку на основі судження персоналу МВФ.

⁴ MAC-DSF з англ. Market-Access Countries Debt Sustainability Framework

⁵ Методології модулів аналізу суверенного ризику розглядаються в частині 1.2.3

Наступним етапом аналізу є оцінка стабілізації суверенного боргу в базовому сценарії, що відбувається на основі вже проведеного аналізу суверенного ризику за допомогою виведених проєкцій співвідношення суверенного боргу до ВВП. Сигналами аналізу є «так» та «ні», тобто «так, борг стабілізується в базовому сценарії» або «ні, борг не стабілізується в базовому сценарії».

Останнім етапом є власне аналіз боргової стійкості, що відбувається на основі результатів перших двох етапів, які обробляються персоналом МВФ за спеціальним правилом агрегування. На виході модель може дати три висновки – «борг є стійким з високою вірогідністю», «борг є стійким, але не з високою вірогідністю», «борг не є стійким». Висновок щодо боргової стійкості можна також розглядати з точки зору базового концепту моделі. За базовим концептом, борг не є стійким, якщо сигналом суверенного ризику є «високий суверенний ризик», а сигналом стабілізації суверенного боргу є сигнал «ні, борг не стабілізується в базовому сценарії». Це чіткий сигнал дефолту та потреби у реструктуризації. Натомість якщо один з цих двох показників матиме позитивний результат, то це вже не буде вважатись чітким індикатором того, що борг є не стійким, тому подібний метод може використовуватись лише в найгіршому варіанті. Загальну логіку цього принципу можна передати за допомогою Діаграми Венна (див. Рис 1.2) [11].

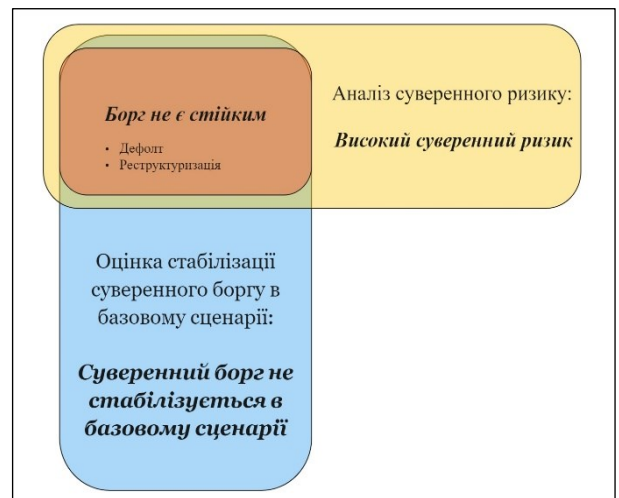


Рис. 1.2 Базовий концепт визначення боргової стійкості країни за моделлю MAC SRDSF. Взято з [11] з власними доопрацюваннями

Важливою особливістю моделі є значна кількість суб'єктивного судження персоналу МВФ, який налаштовує проєкції, обробляє та за потреби корегує механічні сигнали моделі з врахуванням ширшого політичного та глобального контексту. Його роль є ключовою, адже дозволяє впевнитись, що результати моделі будуть найбільш приближеними до об'єктивної реальності. Фактично, фінальний звіт моделі MAC SRDSF – це певний «симбіоз» з механічних сигналів та суб'єктивного судження і інтерпретації персоналу МВФ.

1.2.3 Методологічні інструменти аналізу суверенного ризику моделі МАС SRDSF

Як вже згадувалось раніше, ключовим інструментом моделі є аналіз суверенного ризику що складається з трьох модулів з різним горизонтом прогнозування. Модуль короткострокового ризику виконує роль системи раннього попередження, що вимірює ймовірність виникнення триггеру боргової кризи протягом 1-2 років за допомогою багатофакторної регресійної LOGIT моделі. Модель використовує набір змінних, які враховують як особливості країни, так і глобальні умови. Загалом змінні можна згрупувати за наступними категоріями: структурні фактори (інституційна якість державного апарату та історія суверенного стресу), фактори визначення позиції в економічному циклі (сальдо поточного рахунку, кредит-ВВП розрив та трирічна зміна РЕОК⁶), боргове навантаження і буфери (зміна співвідношення боргу до ВВП, державний борг/доходи, валютний державний борг/ВВП та Міжнародні резерви/ВВП) та глобальне середовище (зміна індексу волатильності та наявність криз серед членів валютного союзу). Важливо зазначити, що короткостроковий модуль не використовує проєкцій, тому захищений від упередженого оптимізму. На виході модель розраховує відсоток можливості суверенного стресу, який потім інтерпретується в один із трьох згаданих раніше сигналів [11] [12].

Модуль середньострокового ризику (до 5 років) складається з трьох аналітичних частин: віялової проєкції⁷ суверенного боргу у форматі діаграми, проєкції та аналізу валових потреб у фінансуванні та тригерного стрес-тесту. Віялова проєкція (див. Додаток Е, К – перший блок) аналізує ризики, що можуть виникнути внаслідок еволюції суверенного боргу в середньостроковій перспективі. Модель проєктує близько 10 000 траєкторій боргу, використовуючи рівняння динаміки боргу в якому змінні піддаються вибіркоким стрес-тестам утворюючи множину різних траєкторій боргу. Після цього траєкторії групуються за ключовими

⁶ Реальний ефективний обмінний курс

⁷ Англійською Fan Chart. У вітчизняній академічній літературі немає усталеного перекладу цього типу діаграми на українську мову, тому далі в роботі буде використовуватись переклад «віялова діаграма», що є авторською варіацією перекладу.

перцентилями, утворюючи «віяло» з базовою проекцією суверенного боргу посередині. У такому вигляді, діаграма може проілюструвати ступінь невизначеності щодо базового прогнозу боргу, баланс ризиків щодо базового прогнозу та перспективи стабілізації боргу. У звіті щодо діаграми вказується ширина «віяла», кількісна оцінка ймовірності нестабілізації боргу та рівень кінцевого боргу, скоригований за допомогою інституційного індексу, доповнені кінцевим сигналом моделі [11] [13].

Блок аналізу валових потреб у фінансуванні (далі – ВПФ) (див. Додаток Е, К – другий блок) є основним інструментом оцінки ризиків ліквідності у середньостроковій перспективі для всієї моделі MAC SRDSF. В аналіз включені наступні частини: проекція ВПФ у середньостроковій перспективі, аналіз кредиторів та аналіз ємності національної банківської системи щодо кредитування уряду. Центральним елементом модуля є узагальнений стресовий сценарій, що включає проекції суверенного стресу: макро-фіскальні потрясіння, ризики скорочення терміну погашення боргу та ризики, пов’язані з кредиторами. У фінальному звіті наводиться діаграма з базовим та стресовим сценаріями та індекс фінансової спроможності ВПФ, що обраховується на основі представлених у звіті кількісних показників: середнього обсягу ВПФ, обсягу ємності національної банківської системи та обсягу зміни вимог банків до уряду в разі обрахованого стресового сценарію. На основі значення індексу, обраховується кінцевий сигнал блоку [11] [14].

Модуль середньострокового ризику також передбачає наявність тригерних стрес тестів які охоплюють конкретні ризики, що не повністю охоплені віяловою проекцією та аналізом ВПФ. Існують сценарії для п’яти таких подій: нестабільність банківського сектора, шоки цін на товари, непередбачені зобов’язання через вузьке покриття державного боргу, коригування неправильних обмінних курсів та стихійні лиха. Якщо один із сценаріїв буде спровоковано, він буде відображуватись окремою лінією на діаграмі віялової проекції та діаграмі проекції ВПФ.

Модуль довгострокового ризику (від 5 років) має більше якісної методології, аніж кількісної і фокусується на еволюції траєкторій боргу та ВПФ. Довгострокові

прогнози зазвичай піддаються набагато вищій невизначеності, проте подібний аналіз є критично важливим компонентом моделі MAC SRDSF. Довгостроковий ризик оцінюється на основі проєкцій базового сценарію та чотирьох не обов'язкових модулів, серед яких: демографічний (видатки на соціальне забезпечення, пенсії та охорону здоров'я), ресурсний (довгострокові пом'якшувальні фактори або боргові ризики від збільшення/зменшення видобутку природних ресурсів), амортизаційний (потенційні ризики від аномально-великої амортизації боргу) та кліматичний (проєкція витрат, пов'язаних зі зміною клімату та їх ризик для боргової стійкості). Сигнал модулю оцінки довгострокового ризику формується переважно на основі суб'єктивних суджень персоналу МВФ, адже жоден зі згаданих чотирьох блоків не видає чіткого математичного сигналу, подібно короткостроковим та середньостроковим модулям, що варто брати до увагу під час аналізу результатів моделі.

Схема, розроблена МВФ (див. Додаток М) доволі вдало підсумовує концепт та методологію аналізу боргової стійкості за моделлю MAC SRDSF [11].

1.3 Методи аналізу фінального звіту моделі MAC SRDSF

Фінальний звіт за моделлю MAC-SRDSF містить консолідовану інформацію по кожному інструменту аналізу, яка доступна в базовому та в негативному сценарії. В цьому розділі розглянуто структуру фінального звіту та методологічні підходи щодо його аналізу, що є основою для подальшої аналітичної частини цієї роботи.

Резюме результатів аналізу (Додаток А). Кожен звіт МВФ щодо боргової стійкості країни на основі моделі MAC SRDSF починається з блоку, що резюмує результати всіх сигналів моделі. Особливістю цього звіту є наявність оцінки персоналу МВФ щодо кожного сигналу. Якщо на їх думку, механічний сигнал якогось з модулів не є коректним, його можуть скорегувати, описавши корекцію в коментарі. Також у звіті присутній консолідований сигнал, що описує суверенний

ризик країни⁸. Додатково в резюме наведені висновки щодо стабілізації боргу у базовому сценарії⁹. Натомість найголовнішим показником цього блоку є висновок щодо боргової стійкості¹⁰, який і є квінтесенцією всієї моделі. Вкрай важливим є той факт, що чіткий сигнал щодо боргової стійкості *не публікується на загал*, тому в резюме буде вказано лише крайній екстремум. В контексті аналізу фінального звіту, резюме дає змогу зрозуміти до якого висновку прийшов МВФ, що надалі допомагає при аналізі наступних блоків, які власне привели МВФ до цього висновку. На базовому рівні, одного лише резюме цілком достатньо аби в загальних рисах зрозуміти боргові ризики країни.

Інституційне покриття суверенного боргу (Додаток Б). Як було розглянуто в частині 1.1.1, кожна з країн обраховує статистику щодо суверенного боргу по-різному, через що модель MAC SRDSF не може використовувати обраховані статистичними агентствами країн величини суверенного боргу. Натомість МВФ використовує необроблені дані, на основі яких самостійно обраховує величину суверенного боргу. Блок огляду інституційного покриття показує чи вдалось МВФ зібрати необхідні дані всіх державних секторів аби забезпечити повне інституційне покриття суверенного боргу. Якщо даних певних секторів бракує, на схемі звіту вони будуть відображені у вигляді червоних прямокутників з відповідним коментарем персоналу МВФ. Нестача даних щодо суверенного боргу та упущення деяких секторів зі статистики може негативно вплинути на результати моделі, тому ця частина є вкрай важливою при аналізі фінального звіту. Якщо звіт зазначає нестачу багатьох даних, це вказуватиме на великий ризик ненадійності результатів моделі.

Структура суверенного боргу – базовий та негативний сценарії (Додаток В, Ж). Блоки моделі з базовим та негативним сценаріями починаються з інфографіки, яка містить історичні дані та проєкції щодо структури суверенного боргу. Всього блок налічує 5 різних діаграм, які показують структуру боргу в різних

⁸ Консолідований сигнал є загальним показником суверенного ризику країни. На прикладі рисунку 1.2 саме цей сигнал буде визначати *жовте* поле діаграми

⁹ На прикладі рисунку 1.2 цей сигнал буде визначати *синє* поле діаграми

¹⁰ На прикладі рисунку 1.2 цей сигнал буде визначати *червоне* поле діаграми

площинах: за валютою, за кредитором, за типом інструменту, за зрілістю та за регуляторним законодавством. Цей блок дозволяє візуально проаналізувати та оцінити потенційні ризики в теперішній та майбутній структурі боргу. Не дивлячись на те, що цей блок є суто візуальним, він може надати вкрай важливий контекст для подальшого аналізу. Наприклад, у звіті про Україну, увагу одразу привертає висока частка іноземної валюти в структурі суверенного боргу.

Таблиця з проекцією макроекономічних індикаторів – базовий та негативний сценарії (Додаток Г, 3). Блок з проекцією макроекономічних індикаторів є центральною частиною фінального звіту, адже саме на базі цих проекцій і проводиться подальший аналіз суверенного ризику. В цей блок також включено графік з поясненням факторів впливу на зміну суверенного боргу. При аналізі проекцій найголовнішим є те, що макроекономічні показники в таблиці пов'язані між собою рівнянням динаміки боргу [11][15]:

$$\Delta d_t = \frac{z_t d_{t-1}^f}{(1 + g_t)(1 + \pi_t^f)} + \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} + \frac{\pi_t^d - \pi_t^f}{(1 + \pi_t^f)} d_{t-1}^f - p b_t + s f a_t \quad (1.2)$$

де d – Суверенний борг/ВВП
 t – поточний рік, $t-1$ – минулий рік
 z – Реальний обмінний курс
Верхній індекс f – іноземна валюта
 g – Зростання реального ВВП

π – Інфляція (дефлятор ВВП)
 r – Реальна ефективна процентна ставка
 p – Зростання номінального ВВП
 pb – Первинний баланс/ВВП
 sfa – Залишки та інші фактори/ВВП

Це рівняння є ключовим елементом моделі MAC SRDSF і застосовується в більшості аналітичних модулів в різних варіаціях. Для аналізу таблиці проекцій фінального звіту, це рівняння можна спросити в лінійний вигляд. Спрощена варіація рівняння дає змогу зрозуміти взаємозалежності показників в таблиці, що надалі дозволяє оцінити драйвери динаміки суверенного боргу (значення виражені у % до ВВП):

$$\Delta d_t = \Delta Rer_t + \Delta Rgr_t + (\Delta r_t + \Delta \pi_t) + p d_t + s f a_t \quad (1.3)$$

де Δd – Change in public debt (Зміна суверенного боргу)¹¹
 Rer – Real exchange rate (Реальний обмінний курс)
 Rgr – Real growth rate (Реальний темп зростання)
 r – Real interest rate (Реальна процентна ставка)

π – Relative inflation (Відносна Інфляція)
 pd – Primary deficit (Первинний дефіцит)
 sfa – Stock-flow adjustment (сума показників таблиці: Contingent liabilities and other transactions, Interest Revenues, other transactions, residual)

Подібне спрощене рівняння є доволі корисним для аналізу та загального розуміння таблиці з проєкціями, що можна продемонструвати підставивши значення таблиці. В прикладі нижче використовуються дані з таблиці проєкцій в негативному сценарії для України за 2023 рік (Додаток З).

$$\Delta d_{2023}(4,4) = -0,7 + (-3,7) + (-7,6 + 6,3) + 15,8 + (-5,7) \quad (1.4)$$

Отриманий результат демонструє загальну логіку, на основі якої побудована таблиця з проєкціями і дозволяє оцінити внесок кожного з факторів у динаміку суверенного боргу, що додатково зображується візуально на графіку під таблицею з проєкціями. Важливо також зазначити, що у фінальних звітах МВФ не публікує проєкції реального обмінного курсу так як це є чутливою інформацією для більшості центральних банків.

Перевірка реалістичності припущень – базовий та негативний сценарії (Додаток Д, И). Окремою особливістю моделі MAC SRDSF є велика увага до перевірки реалістичності проєкцій, адже попередні ітерації моделі широко критикувались через частий упереджений оптимізм та нестачу відкритості щодо макроекономічних проєкцій. Блок містить 7 інструментів, що вказують на реалістичність припущень в проєкціях. Перший інструмент «Forecast Track Record» досліджує чи справджувались минулі проєкції п'яти різних показників і порівнює результати і іншими країнами. Наявність упередженого оптимізму в минулих

¹¹ В поясненні наведені англійські назви показників для більш зручного розуміння формули в контексті таблиці з проєкціями (див. Додаток Г, З)

проекціях виділяється червоними прямокутниками: велика кількість червоних прямокутників вказуватиме на ненадійність проєкцій. Другий інструмент «Public Debt Creating Flows» порівнює кумулятивні внески ключових факторів суверенного боргу за останні 5 років з прогнозом на наступні 5 років. Якщо між двома діаграмами присутня велика різниця, яку не можливо об'єктивно пояснити, це вказуватиме на проблеми в припущеннях проєкцій. Третій інструмент «Bond Issuances» порівнює історичні дані щодо композиції боргу за зрілістю з їх проєкціями. Якщо композиція швидко змінюється в бік нового довгострокового фінансування, це свідчить про те, що валові потреби у фінансуванні можуть бути заниженими.

Четвертий інструмент «3-Year Debt Reduction» порівнює прогнозовану зміну суверенного боргу з історичними даними для всіх країн що мають доступу до ринку. Велике прогнозоване скорочення боргу більше 75-го перцентиля (виглядає на графіку як червоний ромб на жовтих стовпчиках) вказуватиме на можливий надмірний оптимізм у прогнозах. Цей інструмент також дає можливість порівняти прогноз з власним максимумом країни (червоний трикутник) і якщо ромб знаходиться лівіше від трикутника, це означитиме, що припущення реалістичне, навіть якщо обидві фігури у жовтій зоні. П'ятий інструмент «3-Year Adjustment in Cyclically-Adjusted Primary Balance» використовує ідентичну методологію, але для прогнозу фіскального коригування.

Шостий інструмент «Fiscal Adjustment and Possible Growth Paths» оцінює вплив запланованого фіскального коригування на економічне зростання, що виражається за допомогою фіскальних мультиплікаторів. Великі розбіжності між базовою лінією та зростанням, передбаченим шляхами фіскального коригування вказують на проблеми прогнозування. Сьомий інструмент «Real GDP Growth» оцінює реалістичність прогнозів зростання реального ВВП за допомогою порівняння цих прогнозів із історичним середнім зростанням, потенційним зростанням і розривом виробництва. Ознаки оптимізму наявні коли реальне зростання суттєво збільшується протягом періоду порівняно з історичним середнім показником і траєкторією «потенційного зростання». Крім того, якщо помаранчеві

стовпчики «розрив випуску» позитивні наприкінці періоду прогнозу, це також є ознакою оптимізму [11] [14].

Аналіз короткострокового ризику (Додаток М)¹². Висновки щодо короткострокового ризику наведені у форматі таблиць та графіку, що підсумовують результати LOGIT моделі. Блок не дублюється на базовий і негативний сценарії, адже як було згадано раніше, модель не використовує проєкцій. Графік показує відсоток можливості суверенного стресу та рамки, що визначають сигнал моделі.

Аналіз середньострокового ризику – базовий та негативний сценарії (Додаток Е, К). В цій частині фінального звіту присутні результати трьох інструментів що складають середньостроковий модуль¹³, їх фінальні сигнали та кількісні показники. Особливістю цього блоку є наявність таблиці (нижня частина блоку), де індекс кожного інструменту обраховується в загальний індекс середньострокового ризику за яким і визначається узагальнений сигнал. Загальний індекс також зображується на графіку аби надати кращу перспективу, що дозволяє оцінити історичний тренд і положення індексу відносно рамок, що визначають сигнал. В правій частині також представлені міні-графіки з перцентилями, що дозволяють порівняти показник з вибіркою схожих країн. Для коректної інтерпретації цього блоку фінального звіту, доволі важливим є розуміння методології інструментів та базовий концепт розрахунку кількісних показників.

Аналіз довгострокового ризику (Додаток Л). Формат звіту щодо довгострокового ризику варіюється в залежності від країни та обраних методів аналізу, проте завжди включає два графіки з різними проєкціями державного боргу та ВПФ. Аналіз графіків може надати загальне уявлення про деякі довгострокові тренди суверенного боргу, проте враховуючи велику невизначеність і довгий горизонт проєкцій, цей звіт варто сприймати радше як доповнення до більш глибокого аналізу, аніж самостійний інструмент.

¹² Блок аналізу короткострокового ризику відсутній у звіті про Україну, так як аналіз короткострокового ризику не проводиться для країн, що перебувають у стані суверенного стресу

¹³ Див. розділ 1.2.3

Висновки до розділу 1

Підсумовуючи особливості економічних рамок понять суверенного боргу та боргової стійкості можна навести їх наступні визначення. *Суверенний борг* – це борг державного сектору, що складається з боргових цінних паперів та внутрішніх і міжнародних кредитів, випущених або укладених урядом всіх рівнів та державними корпораціями, включно з Центральним Банком. *Боргова стійкість* – ситуація, при якій уряд має високу ймовірність бути платоспроможним, тобто бути спроможним виконувати свої поточні та майбутні фінансові зобов'язання, не вдаючись до нездійснених чи небажаних політик, якими є дефолт, девальвація, надлишкова емісія або екстремальне фіскальне коригування.

Найперша модель аналізу боргової стійкості для країн з доступом до ринку була розроблена Міжнародним Валютним Фондом у 2002 році, головною метою якої була формалізація існуючих на той момент підходів та методологічних інструментів. Наразі МВФ використовує третю ітерацію моделі, що називається «MAC SRDSF» та була затверджена у 2021 році. Концептуально, аналіз боргової стійкості за допомогою моделі MAC SRDSF складається з трьох основних етапів: аналіз суверенного ризику, оцінка стабілізації боргу в базовому сценарії та, власне, аналіз боргової стійкості. Оцінка суверенного ризику є найголовнішим етапом та складається з трьох модулів, що аналізують короткостроковий, середньостроковий та довгостроковий ризику.

Методологією короткострокового модулю є багатофакторна регресійна LOGIT модель, що вимірює ймовірність виникнення триггеру боргової кризи протягом 1-2 років. Методологією середньострокового модулю натомість є набір з трьох аналітичних інструментів: віялової проекції суверенного боргу у форматі діаграми, проекції та аналізу валових потреб у фінансуванні та тригерного стрес-тесту, кожен з яких надає сигнал ризику. Методологія довгострокового модулю має більше якісної методології, аніж кількісної і фокусується на еволюції траєкторій боргу та ВПФ. Довгостроковий ризик оцінюється на основі проекцій базового сценарію та чотирьох не обов'язкових модулів, серед яких: демографічний, ресурсний, амортизаційний та кліматичний.

Фінальний звіт за моделлю MAC-SRDSF містить консолідовану інформацію по кожному інструменту аналізу, яка доступна в базовому та в негативному сценарії. Звіт складається з резюме результатів аналізу, звіту по інституційному покриттю суверенного боргу, структури суверенного боргу, таблиці з проекцією макроекономічних індикаторів, перевірки реалістичності припущень та трьох окремих блоків аналізу короткострокового, середньострокового та довгострокового ризику.

Блок з проекцією макроекономічних індикаторів є центральною частиною фінального звіту, адже саме на базі цих проекцій і проводиться подальший аналіз суверенного ризику. При аналізі проекцій найголовнішим є те, що макроекономічні показники в таблиці пов'язані між собою рівнянням динаміки боргу, яке є найголовнішим макроекономічним рівнянням моделі. Якщо переписати це рівняння у лінійний вигляд та виразити найголовніші показники у % до ВВП, отримаємо фундамент для подальшого аналізу проекцій:

$$\Delta d_t = \Delta Rer_t + \Delta Rgr_t + (\Delta r_t + \Delta \pi_t) + pd_t + sfa_t$$

де Δd – Change in public debt (Зміна суверенного боргу)
 Rer – Real exchange rate (Реальний обмінний курс)
 Rgr – Real growth rate (Реальний темп зростання)
 r – Real interest rate (Реальна процентна ставка)

π – Relative inflation (Відносна Інфляція)
 pd – Primary deficit (Первинний дефіцит)
 sfa – Stock-flow adjustment (сума показників таблиці: Contingent liabilities and other transactions, Interest Revenues, other transactions, residual)

РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИЧНА ОЦІНКА МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ЗА ДОПОМОГОЮ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

В цьому розділі наведений аналіз макроекономічної політики України на основі результатів фінального звіту моделі MAC SRDSF. Аналіз поділений на три структурні блоки, що розглядають результати моделі під призмою фінансової, монетарної та зовнішньо-торговельної політики. Метою даного розділу є не лише аналітична інтерпретація результатів, але і більш глибокий аналіз того, які макроекономічні сили стали рушіями тієї динаміки, що спостерігається в результатах моделі. За результатами аналізу, буде виведено перелік макроекономічних проблем, що спричиняють негативну динаміку боргової стійкості України, які буде адресовано в наступному, рекомендаційному розділі роботи.

2.1 Оцінка фінансової політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості

Фінансова політика використовує інструменти управління державними доходами та витратами задля впливу на економіку країни, а суверенний борг, у свою чергу, є продуктом фінансової політики, який утворюється через бюджетні дефіцити коли витрати уряду перевищують доходи. В цьому контексті, модель аналізу боргової стійкості MAC SRDSF є корисним інструментом для більш глибокої оцінки заходів уряду щодо фінансової політики та може вказати на її теперішні та майбутні проблеми і ризики. Ключовими макроекономічними індикаторами та проєкціями моделі, що пов'язані з фінансовою політикою є первинний дефіцит бюджету, суверенний борг і його динаміка та валові потреби у фінансуванні.

Базовий та негативний сценарії. Прогнозування боргової стійкості України неможливе без припущень про перебіг та терміни закінчення російсько-української війни, адже активна війна є найвагомим фактором, що негативно впливає на кожну змінну моделі MAC SRDSF. Не дивлячись на те, що припущення щодо перебігу війни не входять в сферу діяльності МВФ, таких прогнозів неможливо

уникнути при обрахунку моделі. Тому для базового сценарію, МВФ встановлює припущення, що війна почне «згортатись¹⁴» під кінець 2024 року [10, с. 15]. Цю особливість варто усвідомлювати при аналізі базового сценарію, адже враховуючи сучасний контекст на полі бою, воно є доволі сміливим та радше оптимістичним. Більш реалістичним виглядає припущення в негативному сценарії, яке передбачає «згорання війни» під кінець 2025 року [10, с. 54], проте і воно не може бути об'єктивно ані підтвердженим, ані спростованим. Подібна невизначеність вкрай ускладнює аналіз результатів моделі, що також визнає і сам МВФ.

2.1.2 Первинний дефіцит бюджету

В моделі MAC SRDSF замість більш класичного терміну «баланс бюджету», використовують термін первинного дефіциту аби уникнути можливих подвійних трактувань. Під первинним дефіцитом мається на увазі різниця між поточними витратами та доходами бюджету, *за виключенням* сальдо сплати відсотків (відсоткові витрати мінус відсоткові доходи), що можна відобразити за формулою:

$$\text{Первинний дефіцит} = G_t - T_t \quad (2.1)$$

| де G – витрати уряду, а T – податкові надходження.

Використання подібного терміну дещо ускладнює опис результатів моделі, адже слово «дефіцит» вказує лише на негативне сальдо, що у випадку позитивного сальдо потребує використання словосполучення «від'ємний дефіцит», що не є інтуїтивно зрозумілим, тому для спрощення далі в роботі буде використовуватись термін «первинний баланс».

За базовим сценарієм (Додаток П), Україна матиме негативне сальдо первинного балансу до 2026 року включно, при чому прогнозується, що в 2024 первинний дефіцит зменшиться майже вдвічі від показника 2023, а в 2025 втричі від показника 2024. В 2026 прогнозується рівень первинного дефіциту у 0,7% від ВВП, а з 2027 Україна повинна вийти на профіцит первинного балансу, який повинен рівномірно збільшуватись від 0,2% від ВВП у 2027 до 1,5% у 2031.

¹⁴ В оригіналі використовується словосполучення «wind down»

За негативним сценарієм (Додаток Р), оцінка є більш консервативною, проте також прогнозує вихід на профіцит первинного балансу у 2027 році. Великою відмінністю від базового сценарію є прогнози щодо високого рівня дефіциту первинного балансу у 2024-2026 в роках, згідно яких в 2024 дефіцит становитиме 11,5 % від ВВП, що всього на 4,3 % менше від показника 2023. В 2025 згідно прогнозу дефіцит зростатиме до показника 12,5 % від ВВП, а в 2026 зменшиться до 8.8 %. Особливо помітним є різкий «стрибок» зменшення дефіциту у майже 10% від ВВП у 2027 році, який сильно контрастує з рівномірністю зменшення дефіциту в базовому сценарії. Натомість динаміка профіциту первинного балансу починаючи з 2027 року дещо схожа на базовий сценарій, де починається з показника у 0,9% від ВВП у 2027 і рівномірно збільшується до показника у 2.1% у 2031, що на 0,6% більше ніж в базовому сценарії.

Секція моделі з перевіркою реалістичності припущень вказує на середній ризик наявності упередженого оптимізму в річній проекції первинного дефіциту як в базовому так і в негативному сценарії, тому проекція 2024 року є частково ненадійною (згідно інструменту «Forecast Track Record»). Також увагу привертає інструмент «3-Year Adjustment in Cyclically-Adjusted Primary Balance», який вказує на істотний надмірний оптимізм щодо прогнозу фіскального коригування як в позитивному, так і в негативному сценарії. Проекції фіскального коригування значно перевищують як історичні тренди схожих країн, так і максимальне історичне коригування для України. Це можна помітити навіть і без інструменту, візуально оцінивши графік первинного балансу в негативному сценарії (Додаток Р), який має велику кількість різких зменшень первинного дефіциту, особливо в 2027 році. Відповідно, за цим інструментом, проекції містять істотний упереджений оптимізм, проте важливо зазначити, що війна сильно викривляє результати, тому до проекцій не варто ставитись з абсолютною критикою.

Загалом в проекціях чітко прослідковується бачення МВФ щодо стабілізації первинного балансу до 2027 року шляхом зменшення невідсоткових витрат та підтримкою невідсоткових доходів на стабільному рівні обсягом приблизно в 40% від ВВП. Використовуючи звіт, підготовлений Міністерством Фінансів України

щодо Державного бюджету, можна обрахувати так званий «первинний бюджет» шляхом виключення категорії «Обслуговування боргу та виплата за державними деривативами». Розрахувавши частки тих категорій, що залишились, отримуємо, що витрати на оборону сягають 55,7% від первинного бюджету (див. Додаток С). Також варто враховувати те, що витрати категорії «Громадський порядок, безпека та судова влада» теж частково пов'язані з військовими витратами, тому майже 60% нинішніх бюджетних витрат напряду залежать від перебігу війни. Таким чином, російсько-українська війна є головним драйвером і причиною первинного дефіциту та його негативних проєкцій і саме від її перебігу залежатиме реалістичність проєкції щодо виходу на профіцит у 2027 році [16].

Крім очевидного негативного впливу війни на баланс первинного бюджету, важливо також розглянути питання оптимізації бюджетних витрат, що стало особливо актуальним з початком повномасштабного вторгнення. Наприклад, значну долю критики отримало закладення фінансування телемарафону «Єдині новини» в державний бюджет на 2024 рік розміром в 1,5 млрд. гривень. Багато суспільного невдоволення було також спрямовано на деякі витрати місцевих бюджетів, кошти яких не можуть бути спрямовані на оборону, проте часто не використовуються з достатньою ефективністю. Подібна неефективність деяких державних витрат притаманна не тільки для України і час від часу зустрічається в більшості країн, навіть найбільш економічно розвинутих. Наприклад, масштабний проєкт швидкісної залізниці «HS2» у Великобританії часто характеризується як «бюджетна катастрофа» через значне зростання вартості проєкту, що призвело до відмови уряду від фінансування найважливішої його частини. Однак в Україні подібна проблема неефективних витрат дещо більше загострена через інституційну складову, що включає корупційні ризики та нестачу механізмів регулювання і контролю державних витрат. Про це частково згадується і в звіті МВФ, який висловив застереження щодо, наприклад, недостатнього регулювання програми кредитів «5-7-9», що може становити фіскальний ризик для державного бюджету. Не дивлячись на те, що на фоні витрат 60% бюджету на оборону, проблема

неефективності інших державних витрат може здатись незначною, вона все одно має негативний вплив та повинна бути адресована [10 с. 21] [17] [18] [19].

Окрім проблеми значних воєнних витрат та недостатньої ефективності цивільних, істотним викликом є доходи держбюджету (Додаток Т). За даними дослідження Економічної експертної платформи та Інституту соціально-економічної трансформації (Дубровський та ін., 2023), що було проведено у 2023 році, бюджет України в 2022 році недоотримав від 250 до 400 млрд. гривень через «схеми» уникнення оподаткування. Найбільш істотні втратиносять схеми «сірого імпорту», контрафакту і нелегальної торгівлі та виплати заробітних плат в «конвертах». Податкові надходження, втрачені від подібних схем, могли б компенсувати до 30% бюджетного дефіциту України за 2023 рік. Це є істотною та комплексною проблемою, корінь якої походить зі слабких та недостатньо ефективних фіскальних інституцій, проблем з верховенством права, корупції на митницях, відсутності довіри до фіскальних органів та непрозорої податкової політики. Цю проблему намагається вирішити Національна Стратегія Доходів, розроблена Міністерством Фінансів України, яка вже була затверджена урядом. Стратегія підтримується МВФ та іншими міжнародними партнерами, проте зустрічає певну частку критики зі сторони представників українського бізнесу. Вона розглядається більш детально у третьому розділі роботи. Однак проблема втрати податкових надходжень від схем ухиляння досі недостатньо адресована урядом, тому продовжує бути одним з найбільших чинників бюджетного дефіциту [20] [21] [22] [23].

2.1.2 Суверенний борг та його динаміка

Суверенний бог є найважливішим індикатором моделі MAC SRDSF, навколо якого побудовані більшість проєкцій та інструментів оцінки довгострокового та середньострокового ризику. Номінально, обсяг суверенного боргу є сумою минулих бюджетних дефіцитів країни, проте найбільш загальноприйнятим форматом вимірювання обсягу суверенного боргу є використання його відсоткового співвідношення до ВВП країни. При використанні відсоткового співвідношення, окрім бюджетних дефіцитів, важливу роль починає відігравати обсяг ВВП,

обмінний курс, інфляція та інші фактори, вказані в рівнянні динаміки суверенного боргу, що було оглянуто раніше в роботі.

За базовим сценарієм моделі MAC SRDSF (Додаток У), суверенний борг України досягне свого піку у 2026 році на рівні 96,7% від ВВП і з 2027, почне поступово знижуватись до рівня **72,5%** у 2033 році із середнім темпом зменшення у 3.3% за рік. За негативним сценарієм, суверенний борг перевищить 100% від ВВП вже під кінець 2024 року і продовжить динаміку різкого зростання до 2026 року включно, де борг досягне піку на позначці 135,7% від ВВП, а з 2027 почне поступово зменшуватись із середнім темпом у 2,5% від ВВП до показника у **118,3%** у 2033. Середня різниця між базовими та негативними проєкціями у 10-річній перспективі складає 38% від ВВП, що є доволі істотним. Враховуючи, що у припущеннях негативного та базового сценарію різницею є один рік війни, це наочно показує, наскільки нищівний вплив вона має на українську боргову стійкість.

Натомість у довгостроковому аналізі обсягу суверенного боргу (Додаток Л), який не поділяється на негативні та базові проєкції і показує загальну приблизну траєкторію боргу від 2033 до 2053 року, MAC SRDSF прогнозує траєкторію обсягу суверенного боргу нижче стелі у 60% від ВВП за умови того, що первинний баланс вдасться стабілізувати у середньостроковому періоді.

Загалом реалістичність проєкцій суверенного боргу є середньою. Не дивлячись на те, що інструмент «Forecast Track Record» вказує на ризик упередженого оптимізму щодо рівня боргу в річній та трирічній перспективі, інструмент «3-Year Debt Reduction» показує бездоганний результат щодо реалістичності прогнозу трирічної динаміки суверенного боргу як в базовому, так і в негативному сценарії. Сигнали дещо контрастують між собою, що ускладнює формування чіткого висновку, проте результат можна трактувати як такий, що дозволяє використовувати проєкції як макроекономічний орієнтир.

Окрім проєкцій, варто також звернути увагу на модуль з віяловою діаграмою, що містить три ключові індикатори та знаходиться в частині моделі, що наводить аналіз середньострокового ризику (Додаток Е, К). В базовому сценарії, *ширина*

«віяла» становить 154% від ВВП, тоді як в негативному 204%, що є найгіршим показником серед порівняльної групи (знаходиться в 100 перцентилі). Широке «віяло» вказує на значну невизначеність щодо прогнозів рівня суверенного боргу, що може спричинити значні похибки в проєкціях. Суверенний борг може виявитись набагато більшим, ніж його прогнозоване значення, тому цей індикатор сигналізує про високий ризик. *Ймовірність нестабілізації боргу* оцінюється на рівні 18,7% в базовому сценарії та 29,1% в негативному, що поміщає Україну в 75 перцентиль відносно серед порівняльної групи, що є негативним індикатором, проте не найгіршим. *Рівень кінцевого боргу, скоригований за допомогою інституційного індексу* сягає 60,5% у базовому сценарії та 89,4% в негативному, що також є найгіршим показником серед порівняльної групи та сигналізує про значний ризик боргового тягара, що обмежуватиме можливість уряду реагувати на макроекономічні шоки.

У висновку, фінальний звіт за моделлю MAC SRDSF прогнозує високі рівні суверенного боргу з помірною щорічною динамікою. Кількісні інструменти оцінки сигнализують про високий ризик та вразливість до макроекономічних потрясінь. Особливістю прогнозів є значна відмінність між базовим та негативним сценаріями, що в середньому сягає 38% від ВВП.

Оцінити основні драйвери подібних негативних трендів можна за допомогою діаграми, що знаходиться під таблицею з проєкціями (Додаток Г, 3). В 2014 та 2015 роках головними чинниками різкого зростання боргу були девальвація обмінного курсу, падіння реального ВВП та умовні зобов'язання¹⁵, викликані початком війни на Сході країни. Період з 2016 до 2021 був відносно стабільним для динаміки суверенного боргу, адже його обсяг зменшувався кожен рік за виключенням 2020 року коли борг збільшився на 10% від ВВП через кризу COVID 19. З початком повномасштабного вторгнення, найбільшими драйверами значного збільшення рівня суверенного боргу стали значний первинний дефіцит та падіння реального ВВП. МВФ прогнозує, що первинний дефіцит продовжить бути найголовнішим

¹⁵ Умовні зобов'язання у 2014 році склали 20% від ВВП, що пов'язано з боргами підприємств державного сектору.

чинником подальшої негативної динаміки до 2027 року, після чого рівень суверенного боргу повинен стабілізуватись за рахунок збільшення реального ВВП.

Важливим фактором негативних трендів та сигналів моделі є також відсутність включення можливості реструктуризації в прогнози та розрахунки. Саме тому на деяких блоках моделі використовується фраза «Pre-Restructuring Scenario», тобто сценарій до реструктуризації. Існує доволі високий шанс реструктуризації деяких боргів у 2024, що може значно покращити динаміку прогнозів МВФ, проте враховуючи, що реструктуризація є радше політичним процесом, вірогідність і умови якої важко передбачити, її вплив вирішили не долучати до моделі. Саме через це модель оцінює суверенний борг як «не прийнятний», проте в коментарях щодо моделі МВФ вказує, що персонал продовжує оцінювати державний борг як «*прийнятний у перспективі*» через наявні перемовини щодо процесу реструктуризації суверенного боргу [10 с. 64] [24].

2.1.3 Валові потреби у фінансуванні

Прогнозування та аналіз валових потреб у фінансуванні є важливою частиною моделі MAC SRDSF, що дозволяє оцінити ризики ліквідності країни. МВФ визначає ВПФ як обсяг додаткових кредитних коштів, необхідний для покриття дефіциту бюджету та боргових платежів, що обраховується як сума первинного дефіциту, обсягу обслуговування боргу, реалізації явних і прихованих умовних зобов'язань мінус відсоткові доходи, що в лінійному варіанті можна занотувати як (значення виражені у % до ВВП):

$$GFN_t = pd_t + ds_t + ctl_t - ir_t \quad (2.2)$$

де GFN – Gross Financing Needs– Валові потреби у фінансуванні

pd – Primary Deficit – Первинний дефіцит бюджету

ds – Debt service – Обсяг обслуговування боргу

ctl – Contingent liabilities – Умовні зобов'язання

ir – Interest Revenues – Відсоткові доходи

Підставивши у формулу значення з таблиці проєкціями, за аналогією того, як це було зроблено з рівнянням динаміки боргу в розділі 1.3 цієї роботи, можна оцінити фактори, що впливають на обсяг ВПФ. В розрахунках використані дані з таблиці проєкцій в негативному сценарії для України за 2024 рік (Додаток З).

$$GFN_{2024}(26,8) = 11,5 + 14,9 + 0,4 - 0 \quad (2.3)$$

Отриманий результат демонструє логіку обрахунку валових потреб у фінансуванні та надає змогу зрозуміти які головні чинники впливають на їх обсяг. У випадку негативного прогнозу на 2024 рік, найголовнішим чинником впливу є бюджетний дефіцит [11 с. 55].

За прогнозами базового сценарію (Додаток Ф), ВПФ почнуть поступово зменшуватись вже у 2024 році до рівня у 22,3% від ВВП і продовжать поступове зменшення до **9,1%** у 2033 із середнім темпом падіння у 1,6% за рік. Негативний сценарій натомість передбачає різке збільшення ВПФ з піком у 2026 році на рівні 36,8% від ВВП із подальшим зменшенням до рівня **18,7%** у 2033. При цьому середній темп зменшення обсягів ВПФ становитиме 0,7%. Блок довгострокового аналізу (Додаток Л) прогнозує траєкторію ВПФ на період від 2033 до 2053 на рівні менше 10% від ВВП. Враховуючи, що ВПФ обраховуються на основі проєкцій бюджетного дефіциту та суверенного боргу, перевірка реалістичності наведена в минулих частинах цього розділу буде релевантною і для проєкцій ВПФ.

Аналізу динаміки ВПФ також присвячений модуль у розділі моделі з аналізом середньострокових ризиків (Додаток Е, К). Як в базовому, так і в негативному сценарії, інструменти сигналізують про високий ризик ліквідності. Корисним інструментом є проєкція ВПФ при стрес-тесті, яка наводиться для обох сценаріїв. В базовому сценарії, у разі настання макроекономічного шоку, рівень ВПФ може досягнути пікового значення розміром у 33% від ВВП у 2026 році, що може стати серйозною проблемою, проте не критичною. Натомість в негативному, макроекономічний шок може заглибити обсяг ВПФ до пікового рівня на позначці 56% від ВВП у 2026. Подібний обсяг ВПФ може бути катастрофічним для

економіки і з великою вірогідністю призвести до дефолту, що вказує на значну вразливість України до будь-яких додаткових макроекономічних шоків. За ємністю банківської системи, Україна знаходиться у 75 перцентилі порівняльної групи, що є радше негативним сигналом, проте не найгіршим. Це означає, що в разі загрози кризи ліквідності, банківський сектор матиме обмежені можливості у кредитуванні держави, адже вже кредитує її на високому рівні, проте певний простір все ж таки залишається. Натомість стійкість банківської системи у стресовому сценарії оцінюється вкрай негативно: в обох сценаріях Україна знаходиться в 100 перцентилі, що є найгіршим показником вибірки. Це вказує на те, що в разі фінансової кризи, банкам знадобиться значна підтримка НБУ та уряду, що ще більше загострюватиме негативні тренди бюджетного дефіциту.

Загалом, тренд ВПФ є радше негативним та збігається за своєю динамікою з минулими індикаторами, оглянутими в цьому розділі, так як напряду від них залежить. Помітною особливістю прогнозів саме ВПФ є наявність вкрай небезпечних трендів у негативному сценарії, що сигналізують про високі ризики ліквідності, що можуть призвести до вкрай небезпечних наслідків у разі їх реалізації, включно з дефолтом.

Оцінити основні драйвери таких негативних трендів можна за допомогою складання стовпчастої діаграми з накопиченням за логікою формули 2.2 (Додаток Х для базового сценарію, Додаток Ц для негативного). В базовому сценарії, найбільшим чинником ВПФ є розмір обслуговування боргу. Частковий вплив має і первинний дефіцит, який втім від 2024 до 2027 поступово зменшується, а далі стає профіцитом і позитивно впливає на ВПФ, зменшуючи їх обсяг. Натомість у негативному сценарії, первинний дефіцит має більш істотний вплив на ВПФ, ніж в базовому, що робить внесок в утворення пікового значення на рівні 36,8% від ВВП у 2026 році, проте найбільшим чинником все одно залишається обслуговування боргу.

Також важливим чинником впливу на ВПФ є проблеми у банківському секторі, про які сигналізує модуль оцінки середньострокового ризику, втім ці проблеми

оглянуто в наступному розділі роботи, адже вони стосуються вже монетарної політики.

2.2 Оцінка монетарної політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості

Не дивлячись на те, що головним фокусом моделі MAC SRDSF є фінансові компоненти макроекономічної політики, вона охоплює й деякі монетарні аспекти, що пов'язані із суверенним боргом та його динамікою. Серед них найважливішими є компоненти рівняння динаміки суверенного боргу (Рівняння 1.3) та їх проекції: обмінний курс, інфляція та відсоткова ставка. Додаткової інформації також можуть надати структурні індикатори суверенного боргу та блок аналізу ВПФ модулю оцінки середньострокового ризику.

Валютно-курсова політика є вкрай важливим чинником впливу на динаміку суверенного боргу, особливо в питанні девальвації обмінного курсу. Якщо переважну кількість боргу номіновано в локальній валюті, то девальвація може послабити борговий тиск за рахунок збільшення конкурентоспроможності експорту, що стимулюватиме зростання ВВП та державні доходи. Натомість девальвація валюти при наявності великої частки боргу в іноземній валюті може, навпаки, мати істотний негативний вплив через збільшення вартості обслуговування боргу у локальній валюті. Тому використання девальвації як інструмента зменшення суверенного боргу є доволі ризикованим. Дослідники Карлового Університету (Фішера та ін., 2021), наприклад, визначили, що якщо девальвація валютного курсу більша за 15%, то кожен 1% девальвації призводить до збільшення відношення боргу до ВВП на 0,5% у довгостроковому періоді. Натомість девальвація менша за 15%, за результатами, справді допомагає зменшити відношення боргу до ВВП, проте це виявилось вірним лише для найбільш успішних економік серед країн, що розвиваються [25].

Подібні ефекти спостерігались і в Україні, що можна побачити за допомогою діаграми під таблицею з проекціями (Додаток Г, 3). В 2014 році девальвація гривні зробила внесок розміром 10% від ВВП у збільшення суверенного боргу, а в 2015

взагалі була найбільшим чинником збільшення боргу з внеском у 18% від ВВП. Проте від 2017 року і до теперішнього моменту, девальвація має виключно позитивний ефект на обсяг суверенного боргу та сприяє його зменшенню. Не дивлячись на те, що від 2017 року, НБУ доволі вдало проводить валютно-курсову політику в контексті управління суверенним боргом, істотною проблемою є висока частка зобов'язань в іноземній валюті в структурі суверенного боргу (Додаток В, Ж), яка продовжуватиме збільшуватись, що несе ризик негативних наслідків девальвації та загалом залишає НБУ менше «простору для маневрів».

Іншим важливим чинником, що також присутній в рівнянні динаміки боргу є *реальна відсоткова ставка, скоригована на інфляцію*, що грає важливу роль у динаміці суверенного боргу. Якщо сума реальної відсоткової ставки та відносної інфляції, виражена у % до ВВП є менше за нуль, це означає, що уряд фактично запозичує кошти за від'ємною реальною вартістю, тобто повертає менше в реальному вираженні, ніж позичив. Натомість якщо сума дорівнює позитивному значенню, утворюється обернена ситуація, в якій уряд позичає кошти за позитивною реальною вартістю, тобто повертатиме більше у реальному вираженні, ніж позичав. Історично, в Україні з 2014 по теперішній час була ситуація з від'ємною реальною вартістю, що було позитивним фактором впливу та зменшувало обсяг суверенного боргу в середньому на 3% від ВВП, проте МВФ прогнозує, що вже з 2024 року Україна буде знаходитись в оберненій ситуації і реальна відсоткова ставка, скоригована на інфляцію стане чинником збільшення обсягу суверенного боргу, проте не перевищуватиме показник у 3,2% від ВВП в негативному сценарії (Додаток Г, З). Загалом подібний тренд є природнім для ситуації України і вказує на більш складне обслуговування боргу в майбутньому, проте причиною цього не є певна конкретна проблема саме в монетарній політиці, особливо враховуючи, що проєкції не передбачають жодних екстремальних значень.

Блок аналізу ВПФ модулю оцінки середньострокового ризику також є доволі корисним інструментом, що може надати краще уявлення щодо ризиків банківського сектору країни. Як вже було оглянуто в розділі 2.1.3, фінальний звіт

моделі сигналізує про проблеми ємності та стресостійкості банківської системи. Важливо зазначити, що загалом банківська система України станом на 2024 рік є доволі стабільною. Згідно аудиту НБУ, майже кожен банк має достатню адекватність капіталу та раціонально оцінює ризики. Не дивлячись на це, існує велика непередбачуваність щодо стабільності банківського сектору через повномасштабну війну, що й викликає негативні сигнали моделі. Важливим інструментом у зменшенні ризиків непередбачуваності є висока адекватність капіталу банків, яку повинен контролювати НБУ. В цьому контексті важливо згадати рішення уряду від 8 грудня 2023 року щодо нарахування одноразового податку для банків у обсязі 50% так званим «заднім числом» і подальшого збільшення податку до 25%. Не дивлячись на те, що подібне рішення є дуже позитивним для бюджету та в контексті надприбутків банків у 2023 може вважатись навіть справедливим, подібна агресивна податкова політика щодо банків є небезпечною, адже ускладнює процес підвищення адекватності капіталу. В разі настання макроекономічного шоку, НБУ вимагатиме значного збільшення адекватності капіталу і якщо банк не матиме достатнього запасу ліквідності через підвищенні податки, це призведе до потреби у докапіталізації НБУ, що не є бажаним. Відповідно, існує проблема агресивної податкової політики щодо банківського сектору, яка негативно впливає на його стресостійкість [26] [27] [28].

2.3 Оцінка зовнішньо-торговельної політики України за допомогою моделі аналізу боргової стійкості

Модель MAC SRDSF не розглядає конкретних особливостей зовнішньо-торговельної політики країни, проте переважна більшість її змінних напряду чи опосередковано від неї залежать. На найбільш базовому рівні цю залежність можна пояснити за допомогою основної макроекономічної тотожності:

$$Y = C + I + G + NX \quad (2.4)$$

де Y – ВВП, C – Споживання, I – Інвестиції, G – державні витрати, NX – сальдо торгівлі. Показник ВВП є одним з найголовніших показників моделі боргової стійкості, адже більшість її змінних виражені у % від ВВП, а сальдо торгівлі в свою

чергу є основною компонентною ВВП. Наприклад, візьмемо найголовніший індикатор MAC SRDSF – обсяг суверенного боргу до ВВП. За незмінного обсягу боргу та показників тотожності, збільшення торговельного сальдо призведе до зменшення співвідношення боргу:

$$\downarrow \frac{D}{Y \uparrow} = \frac{D}{C + I + G + NX \uparrow} \quad (2.5)$$

Аналогічна логіка буде вірною і для будь якого іншого показника, вираженого у % до ВВП. Більш того, показники реального та номінального ВВП фігурують у рівнянні динаміки боргу та у прогнозах моделі, маючи окремий інструмент перевірки реалістичності. Враховуючи подібну важливість ВВП для моделі, за допомогою аналізу зовнішньої торгівлі, можна знайти додаткові причини негативної динаміки боргової стійкості України.

Окрім впливу на ВВП, торговельний баланс також важливий в контексті обмінного курсу. Високий та постійний рівень торговельного дефіциту може негативно вплинути на сальдо платіжного балансу та викликати його дефіцит. При дефіцитному платіжному балансі, ЦБ витрачає більше резервів, ніж накопичує, що в довгостроковій перспективі призводитиме до їх виснаження. При виснаженні резервів існує ризик валютної кризи та різкої девальвації, яка вкрай негативно вплине на обсяг суверенного боргу, згідно рівняння динаміки та взаємозалежностей, описаних в розділі 2.2 цієї роботи.

Кількісні показники торговельного сальдо можна знайти у поточному рахунку платіжного балансу. Важливо зазначити, що цей показник також часто фігурує в звітах МВФ по кожній країні, тобто його можна знайти в тому самому документі, що і звіт за моделлю MAC SRDSF. Останні 13 років торговельний баланс України був дефіцитним (Додаток III), що загалом негативно впливає на ВВП та погіршує боргову стійкість, проте важливо наголосити, що загальне сальдо платіжного балансу при цьому було переважно профіцитним¹⁶ (Додаток III), що вказує на те, що український торговельний дефіцит не є критичним ризиком для девальвації гривні, адже інші статті балансу частково нівелюють його негативні ефекти.

¹⁶ За виключенням 2011, 2012, 2014 та 2022 років

Головним драйвером подібних негативних тенденцій в балансі торгівлі є *баланс товарів*, адже баланс послуг до початку повномасштабного вторгнення був лише профіцитним [29].

Головними драйверами негативного балансу товарів є структурні проблеми експорту та імпорту України. В структурі експорту, Україна сильно залежна від продажу продукції агропромислового та металургійного комплексу, що разом у довоєнний 2021 рік складали понад 60% від всього експорту. Натомість у 2023 частка АПК зросла до 60,6%, що разом з металургійним комплексом утворює частку в 71.5 % від всього обсягу експорту. Подібна залежність робить експортні надходження вразливими до коливань світових цін на ці товари. Також подібна експортна структура є сировинною так як продукція АПК та металургійного комплексу реалізується без додаткової доданої вартості [30] [31].

Структура імпорту України більш диверсифікована за структуру експорту, проте також знаходиться під впливом надмірної концентрації окремих секторів. В 2021 всього три категорії імпорту: машинобудування, мінеральні продукти та хімічна промисловість, становили більше 60% від усього імпорту, а в 2023 ця частка збільшилась до майже 70%. Найбільш негативним трендом в цьому контексті є залежність від мінеральних продуктів (нафта, газ, вугілля та ін.), адже світові ціни на подібні продукти є надзвичайно волатильними, що часто може створити ситуацію коли світові ціни на головний експортний продукт (АПК) падають, а на головний імпортний – зростають (мінеральні продукти), що буде ще більше загострювати торговельний дефіцит [32] [33] [34].

Таким чином, надмірна концентрація окремих галузей у структурі українського експорту та імпорту спричиняє ризики торговельного балансу та впливає на загострення його дефіциту. Чим більшим є дефіцит торговельного балансу, тим меншим буде ВВП, а менший ВВП означитиме більший обсяг співвідношення суверенного боргу та інших показників в моделі MAC SRDSF до ВВП (за умови, що інші змінні залишаються сталими), що загалом негативно впливатиме на загальну боргову стійкість України.

Висновки до розділу 2

За результатами аналізу фінального звіту моделі MAC SRDSF можна зробити висновок щодо негативної динаміки боргової стійкості України, яка включає наявність значних ризиків платоспроможності і ліквідності та високого рівня невизначеності. Найголовнішим рушієм подібної динаміки є повномасштабна війна, що потребує безпрецедентних витрат на оборону, що спричиняє значний дефіцит державного бюджету, який повинен компенсуватись внутрішніми та зовнішніми запозиченнями.

З точки зору фіскальної політики, додатковими драйверами подібної негативної динаміки є недостатня оптимізація та неефективність бюджетних витрат, викликана інституційною складовою, що включає корупційні ризики та нестачу механізмів регулювання і контролю. Також істотним чинником є втрата доходів держбюджету через «схеми» уникнення оподаткування, на яких бюджет недоотримує від 250 до 400 млрд. грн. на рік, що викликано слабкістю та недостатньою ефективністю фіскальних інституцій, проблемами з верховенством права, корупцією на митницях, відсутністю довіри до фіскальних органів та непрозорою податковою політикою.

З точки зору монетарної політики, існує ризик негативного впливу девальвації на обсяг суверенного боргу, який втім не реалізувався через успішну валютно-курсову політику НБУ, проте все одно залишається істотним через значну кількість зобов'язань в іноземній валюті в структурі суверенного боргу. Іншим драйвером негативного впливу на обсяг суверенного боргу є динаміка реальної відсоткової ставки, скоригованої на інфляцію, згідно якої уряд України позичатиме кошти за позитивною реальною вартістю, тобто повертатиме більше у реальному вимірі, ніж позичав. Особливої уваги також потребує регулювання банківського сектору, який у випадку запиту НБУ щодо збільшення адекватності капіталу, може зіткнутись з проблемою ліквідності, спричиненою агресивною податковою політикою щодо банків.

З точки зору зовнішньо-торговельної політики, істотним чинником впливу на негативну динаміку боргової стійкості України є значний торговельний дефіцит,

який загострюється через відсутність достатньої диверсифікації експорту та імпорту товарів. В структурі експорту, існує надмірна концентрація на продукції АПК та металургійного комплексу, що разом складають 70% від всього обсягу експорту. В структурі імпорту, існує залежність від продуктів машинобудування, мінеральних продуктів та продуктів хімічної промисловості, що разом також складають майже 70% всього імпорту.

Важливою особливістю, що потребує уваги, є те, що фінальний звіт, на основі якого проводився даний аналіз, не враховує перемовин щодо реструктуризації деяких зобов'язань, які наразі проводяться з іноземними кредиторами. Не дивлячись на те, що неможливо передбачити результати цих перемовин, зменшення обсягу певних зобов'язань може істотно вплинути на зменшення боргового тягаря та покращення боргової стійкості України.

РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЯ ПОКРАЩЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ПОВНОМАСШТАБНОГО ВТОРГНЕННЯ ТА ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ НА ОСНОВІ МОДЕЛІ АНАЛІЗУ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

В цьому розділі наведені рекомендації щодо покращення боргової стійкості України, що враховують проблеми та негативні тренди, виявлені в попередньому розділі роботи. Структура розділу складається з трьох частин, що наводять рекомендації для короткострокового, середньострокового та довгострокового періоду. Метою даного розділу є визначення найбільш оптимальної стратегії щодо стабілізації та покращення боргової стійкості України.

3.1 Невідкладні макроекономічні заходи для стабілізації боргового навантаження в короткостроковій перспективі

Короткострокова перспектива (1-2 роки) боргової стійкості України в першу чергу буде залежати від перебігу бойових дій. Виходячи з прогнозів МВФ та загальної ситуації на полі бою, можна припустити, що в короткостроковій перспективі активні бойові дії будуть продовжуватись з відповідним негативним впливом на первинний баланс бюджету та інші показники. Також можна припустити, що в цьому часовому проміжку не станеться екстремальної нестачі зовнішнього фінансування як цивільних, так і військових витрат, яка, наприклад, змусила би уряд вдаватись до дефолту або монетарного фінансування бюджету. Це припущення виходить з того, що міжнародні партнери України змогли забезпечити фінансування допомоги Україні на цей період. Серед цього, особливо важливим є прийняття фінансової допомоги США у розмірі 61 млрд. доларів в квітні 2024 року та більш ранній пакет допомоги від ЄС у розмірі 50 млрд. євро. від лютого 2024 року [35] [36].

Усвідомлюючи подібні припущення, найбільш оптимальними макроекономічними заходами в короткостроковій перспективі є реструктуризація окремих зовнішніх зобов'язань, збільшення грантової (безповоротної) міжнародної підтримки та розширення ринку ОВДП.

3.1.1 Реструктуризація

Як вже було згадано раніше, реструктуризація окремих зовнішніх зобов'язань є невід'ємною частиною стабілізації боргової стійкості України. На це в першу чергу вказують результати моделі MAC SRDSF, яка оцінює суверенний борг як «не прийнятний» у разі її відсутності. Цей процес є особливо важливим в короткостроковому періоді, адже значно послабить ризики ліквідності, пов'язані з обслуговуванням зовнішнього боргу та надасть уряду гнучкості в управлінні суверенним боргом. Втім, реструктуризація має негативні ефекти, особливо на кредитний рейтинг та загальну репутацію країни як позичальника, тому стратегія її застосування повинна бути обачною та сконцентрованою на тих боргових інструментах, реструктуризація яких нанесе найменший репутаційний збиток. Якщо цього не дотримуватись, процес реструктуризації матиме зворотній ефект на боргову стійкість через значне збільшення відсоткових ставок за позиками в майбутньому, що буде спричинена втратою довіри кредиторів.

Наразі активно йдуть перемови щодо реструктуризації 20 млрд доларів зовнішнього боргу, що тримаються іноземними комерційними організаціями¹⁷ (так звані «євробонди»). Важливо зазначити, що хоча євробонди і не складають найбільшу частку суверенного боргу, вони на теперішній момент є найбільшою загрозою для валютної ліквідності. У серпні 2022 році, Україна домовилась про відстрочку виплат за цими облігаціями на 2 роки, тоді як для двосторонніх міжурядових кредитів, за результатами перемовин у грудні 2023, виплати були відстрочені на довший термін, до 2027 року. За даними Міністерства Фінансів, у разі відсутності реструктуризації, Україна повинна буде виплатити за євробондами майже один трильйон гривень за період з 2024 по 2030 рік. З них, 213 мільярдів гривень або 5.4 мільярди доларів у 2024 році. Подібна сума значно загрожує здатності уряду обслуговувати суверенний борг і може потенційно спровокувати дефолт, тому реструктуризація саме цих зобов'язань є критично важливою [37] [38] [39] [40].

¹⁷ Найбільшими власниками євробондів є BlackRock Inc, Fidelity International, Amia Capital та Gemsstock

На момент написання цієї роботи, не відомо майже жодних деталей щодо перемовин та потенційних умов реструктуризації. Експертні оцінки та передбачення значно розходяться, тому передбачити їх результати на даний момент неможливо. Потенційними інструментами реструктуризації можуть бути ВВП-варанти (подібно тим, що були випущені в 2015), додаткова відстрочка виплат або обмін євробондів на нові цінні папери під заставу російських заморожених активів. Загалом, існує доволі широкий простір для компромісу, проте його досягнення не буде простим. Важливо зазначити, що реструктуризація також може бути інструментом середньострокової стратегії, проте враховуючи її значний негативний вплив на міжнародну репутацію, краще оминати цей процес за відсутності критичної потреби [41].

3.1.2 Збільшення грантової (безповоротної) підтримки

Важливим елементом короткострокової стратегії українського уряду щодо боргової стійкості повинно бути збільшення залучення грантової допомоги міжнародних партнерів. Подібну ціль також визначає і Міністерство Фінансів України в своїй стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки. Грантова допомога не створює додаткового боргового навантаження, тому є доволі ефективним інструментом фінансування бюджетного дефіциту, проте її обсяги вкрай складно передбачити, враховуючи значну залежність від політичної кон'юнктури країн-партнерів [42].

В 2022 році, Україна отримала 481,1 мільярд гривень безповоротної допомоги від міжнародних партнерів, що становило 26,9% від усіх доходів державного бюджету за рік. В 2023, частка грантової допомоги зменшилась та становила 433,9 мільярдів гривень, що дорівнювало 16,2% від доходів бюджету. Подібні значення вказують на значну залежність державного бюджету України від безповоротної допомоги, що може здатись індикатором ризику, проте є абсолютно природнім, враховуючи контекст повномасштабної війни. Грантова допомога робить важливий внесок в компенсацію дисбалансу бюджету, спричиненого безпрецедентними витратами на оборону. Виходячи з припущення, що в короткостроковому періоді

активні бойові дії будуть продовжуватись, уряд України має активно працювати над збільшенням її обсягів [16] [43].

Не дивлячись на те, що тема залучення безповоротної допомоги належить радше до політичної науки, в особливості до міжнародних відносин, її важливо оглянути в цьому контексті. Згідно академічної літератури, країни-донори міжнародної допомоги загалом мають два мотиви – «альтруїстичний» та «стратегічний». Альтруїстичний мотив виникає у випадку співчуття країни-донора до яскраво-вираженої несправедливості або масової катастрофи, натомість стратегічний мотив виникає у ситуації коли країна-реципієнт становить безпосередню стратегічну важливість для країни-донора. Для більшості міжнародних партнерів, війна в Україні є тригером обох мотивів. Важливо, що стратегічний мотив має особливий вплив на країни Європейського Союзу та США, що стали найбільшими донорами безповоротної допомоги, адже вторгнення росії на пряму загрожує їх безпеці. Подібна теорія міжнародних відносин пояснює чому стратегія концентрації на збільшенні грантової допомоги є вдалою для короткострокової перспективи, проте є неприпустимою для середньострокової. Якщо припустити, що в середньому терміні війна закінчиться, то, відповідно, зникнуть або значно зменшаться мотиви партнерів щодо надання безповоротної допомоги [44].

Також важливим аспектом стратегії залучення грантової допомоги є підзвітність і прозорість використання коштів донорів та висока інституційна якість державного апарату. Якщо уряд України зможе успішно лобіювати надання грантової допомоги, відсилаючись до стратегічних мотивів міжнародних партнерів, при цьому показуючи високу якість управління отриманими коштами, то це може значно покращити бюджетний баланс та, відповідно, боргову стійкість України.

3.1.3 Збільшення обсягів залучення коштів населення через облігації внутрішніх державних позик (ОВДП)

Враховуючи прогноз щодо значних бюджетних дефіцитів у короткостроковій перспективі, вкрай важливим інструментом покращення боргової стійкості є розширення внутрішнього ринку державного боргу. Як вже розглядалось в минулих

частинах цієї роботи, боргові зобов'язання номіновані в локальній валюті є значно стабільнішим варіантом покриття дефіциту бюджету, ніж зобов'язання в іноземній валюті. Випуск гривневих облігацій не має ризиків валютної ліквідності та надає більшу гнучкість в майбутньому управлінні державним боргом через інструменти девальвації гривні.

ОВДП вже відіграють доволі важливу роль в структурі українського суверенного боргу. Станом на березень 2024 року, на них приходилось 28% від всього обсягу суверенного боргу, що склало 1684, 73 млрд. гривень. Натомість у вимірі платежів за борговими зобов'язаннями, виплати за ОВДП становили 83% від усіх боргових платежів за 2023 рік (через замороження виплат за більшістю зовнішніх зобов'язань). Не дивлячись на те, що подібна частка внутрішніх запозичень є доволі істотною, Україна має значний потенціал до ще більших обсягів внутрішнього запозичення. Населення та бізнес тримають істотну кількість гривневих заощаджень у банківських депозитах, що додатково посилюється значною кількістю іноземної валюти поза банками у вигляді готівки. За достатніх стимулів від уряду, частина від цих коштів має потенціал трансформуватись у ОВДП [45] [46] [47].

Доволі вдалим кроком Міністерства Фінансів став запуск так званих «військових облігацій», що є одним з видів ОВДП. Військові облігації популяризують не просто як інвестиційний інструмент, а як внесок в перемогу та підтримку української армії, що має додатковий «бонус». Кожному випуску облігації присвоюють назву тимчасово-окупованого росією українського міста, а процес їх купівлі є простим та може відбуватись напряму через додаток «Дія». Подібний підхід є нестандартним та дещо креативним, адже в першу чергу звертається до громадянина на емоційному рівні, що може переважити раціональний [48] [49].

Проте важливо зазначити, що найголовнішим мотивом все ж таки залишається дохідність, яка повинна бути значно вищою за інші доступні інструменти. Великою перевагою ОВДП є відсутність оподаткування доходів та 100% гарантування вкладів державою, що робить їх більш привабливими порівняно з депозитами. З

точки зору власників облігацій, подібний інструмент хоч і є доволі стабільною інвестицією, через інфляцію та поступову девальвацію гривні, він дозволяє лише зберегти реальну вартість початкової інвестиції без надання значної дохідності. Через це популяризація ОВДП серед населення є непростим процесом і потребує комбінації багатьох підходів.

3.2 Макроекономічна політика покращення боргової стійкості України в середньостроковій перспективі

Середньострокова перспектива (до 5 років) боргової стійкості України характеризується значною невизначеністю, що спричинена неможливістю передбачити терміни та умови закінчення російсько-української війни. Припущенням цього розділу є зважений сценарій закінчення активних бойових дій у середньостроковій перспективі, який передбачає відновлення територіальної цілісності України та початок істотного економічного відновлення, який втім може бути обмежений необхідністю підтримувати високу частку витрат бюджету на оборону (до 25-30%)¹⁸. Додатковим припущенням середньострокового сценарію є зменшення безповоротної підтримки міжнародних партнерів України та збільшення кредитної та інвестиційної. Останнім припущенням розділу є відсутність дефолту та кризи (економічної, політичної чи природної) в перспективі 5 років. Виходячи з подібних припущень, найбільш оптимальною середньостроковою стратегією є виправлення недоліків та виконання національної стратегії доходів, використання частини конфіскованих країнами Заходу активів росії для зменшення обсягу суверенного боргу та перехід до стимулюючої монетарної політики.

3.2.1 Національна Стратегія Доходів (НСДУ)

Національна Стратегія Доходів є ключовим інструментом покращення боргової стійкості України в середньостроковій перспективі, адже повинна забезпечити збільшення бюджетних доходів за рахунок оптимізації податкової

¹⁸ Припущення про значну частку витрат на оборону виходить з потенційної необхідності продовження певних бойових дій, пов'язаних з обороною сухопутних кордонів, повітряного або морського простору

системи, нівелювання «схем» ухилення від оподаткування та покращення відносин бізнесу та держави. Подібна стратегія набуває особливої важливості в контексті потенційного зменшення грантової допомоги від міжнародних партнерів України, що вимагатиме більшої бюджетної незалежності за рахунок збільшення доходів від податкових надходжень. Більш того, НСДУ є важливою вимогою МВФ, передбаченою Механізмом Розширеного Фінансування [10].

НСДУ визначає вектори державної податкової і митної політик та їх адміністрування на 2024-2030 роки та була ухвалена Кабінетом Міністрів України 23 грудня 2023 року. НСДУ поділена на два етапи, що повинні забезпечити плавний перехід до оновленої системи державних доходів, при тому важливою особливістю НСДУ є гнучкість, яка допускає корекції складових частин кожного етапу. Першим етапом є адміністративне реформування Державної Податкової Служби (ДПС) та Державної Митної Служби (ДМС), що повинно значно покращити їх ефективність, прозорість та інституційну якість. Другим етапом є власне впровадження нових податкових та митних політик, що будуть контролюватись та впроваджуватись оновленими інституціями, що забезпечать збільшення державних доходів [21] [50].

Етап 1. Для ДПС, основними елементами реформування є впровадження значної кількості ІТ-рішень, націлених на конфіденційність та деперсоніфікацію податкових даних, інтеграцію системи управління податковими ризиками, удосконалення системи електронного аудиту та запровадження системи обміну податкової інформацією. Також значна увага приділяється посиленню доброчесності ДПС, що включатиме антикорупційні програми та підвищення довіри до органу, що разом з ІТ-рішеннями, що зменшують людський фактор, повинно надати високу інституційну якість ДПС. ДМС планують реформувати дещо схожим чином, проте головним фокусом ІТ-рішень є інтеграція із системами та нормами ЄС. Антикорупційні та інституційні заходи включатимуть додаткову атестацію робітників, підвищення заробітної плати, впровадження системи KPI, удосконалення менеджменту та виконання антикорупційних програм [21] [50].

Етап 2. За НСДУ, після реформи ДПС, податкова політика України зазнає значних змін. По-перше уряд планує значні зміни спрощеної системи

оподаткування, що включатимуть її заборону для юридичних осіб, звуження першої групи спрощеної системи, підвищення податку для четвертої групи (агровиробники), виключення певних видів діяльності та посилений контроль за зловживаннями. По-друге, планується запровадити прогресивну шкалу податку на доходи фізичних осіб (деталі на момент написання роботи невідомі). По-третє, планується гармонізувати правила оподаткування підприємств та ПДВ з правилами та законодавством ЄС. По-четверте, планується збільшення акцизних зборів на паливо, алкоголь, тютюнові вироби до мінімального рівня ставок ЄС. Нарешті останнім пунктом є концептуальні зміни екологічних податків та ресурсних платежів, регулювання криптовалюти та посилення ролі місцевого самоврядування. Митна політика також зазнає глобальних змін та включатиме імплементацію митного кодексу ЄС, посилений контроль за митними пільгами, відновлення документальних перевірок та, найголовніше, розбудову правоохоронної функції митних органів, що включатиме надання митним органам повноважень для оперативного розшуку та досудового розслідування контрабанди [21] [50].

Необхідність змін НСДУ. Не дивлячись на те, що стратегія оцінюється позитивно МВФ та іншими міжнародними партнерами, вона зустрічає значну частку критики та загалом потребує доопрацювання та оптимізації. Найбільше всього критики пов'язано з тим, що розробка НСДУ проводилась без публічних консультацій з громадськими організаціями та бізнес-асоціаціями, що разом з фактом того, що деталі стратегії були невідомі майже до дня прийняття НСДУ Кабінетом Міністрів України, є індикатором небажання уряду публічного обговорення стратегії. Відповідно, запровадження подібних консультацій та більш прозора звітність Міністерства Фінансів щодо процесу розробки НСДУ повинна бути першим кроком щодо зміни стратегії.

Також істотним негативним фактором стратегії є недостатньо ефективні інструменти реформування ДПС та ДМС, які потенційно можуть не покращити, а погіршити інституційну спроможність цих органів. Не дивлячись на те, що деякі елементи, такі як ІТ-системи, можуть зменшити людський фактор, існує висока вірогідність, що реформ, прописаних в НСДУ буде недостатньо аби збільшити

інституційну якість цих фіскальних органів, що разом з наданням їм правоохоронних повноважень лише значно посилить корупційні ризики. Більш оптимальною стратегією є набагато ширше реформування судової та правоохоронної систем без надання правоохоронних повноважень фіскальним органам. Подібний крок хоч і є набагато важчим в імплементації, впливатиме більше позитивно на бізнес-клімат та інші сектори. Надання ДМС та ДПС подібних важелів впливу є великим ризиком та відлякуючим фактором для інвесторів та бізнес-спільноти, а справедлива для кожного судова та правоохоронна система, навпаки, є гарантом не лише чесної сплати податків та покарання за «схеми» ухилення від оподаткування, але й безпечного правового поля для ведення підприємницької діяльності [51] [52] [53].

Нівелювання «схем» ухилення від оподаткування за рахунок покращення верховенства права та справжнього перезавантаження ДПС та ДМС без надання їм занадто широких повноважень повинно бути найголовнішим пріоритетом НСДУ, що при коректній імплементації може зменшити потреби у значному підвищенні податкового навантаження. При впровадженні цих змін, Національна Стратегія Доходів може стати вкрай ефективним інструментом збільшення доходів державного бюджету, що значно покращуватиме його стійкість без шкоди для бізнес-клімату та інвестиційної привабливості.

3.2.2 Передача Україні заморожених іноземних активів рф

В середньостроковій перспективі існує вірогідність конфіскації заморожених активів рф на користь України, що у разі успішності, може стати корисним кроком в контексті покращення боргової стійкості. Втім, доволі важко оцінити чи наважаться міжнародні партнери України на подібний крок, в особливості Європейський Союз, який утримує більшість заморожених активів, зокрема 190 млрд євро в Euroclear, центральному депозитарії цінних паперів ЄС. На момент написання даної роботи, Комітет Постійних Представників Європейського Союзу погодився надати дозвіл на використання *доходів* від заморожених активів рф для потреб України, що сягатиме обсягу у приблизно 3 млрд євро на рік, що є

позитивним індикатором, втім не є впливовою сумою в макроекономічному масштабі [54] [55].

Більш впливове рішення щодо конфіскації та передачі *повного обсягу* заморожених активів, що сягають майже 300 млрд доларів, наразі активно дискутується. З одного боку, передача заморожених активів могла б зменшити навантаження на міжнародних партнерів України в розмірах економічної та військової допомоги та могла б частково замінити потенційні репарації рф. З іншого боку, подібний крок може мати категорично негативний вплив на довіру до фінансових інституцій ЄС та інших країн Заходу, за що подібна ідея широко критикується багатьма представниками іноземної професійної та академічної спільноти [56] [57].

Якщо припустити, що міжнародні партнери все ж таки зможуть знайти консенсус та передати повний або частковий обсяг заморожених активів Україні, то це потенційно може стати важливим фактором впливу на боргову стійкість. Головним ефектом стане значне збільшення доходів бюджету, що потенційно може призвести до його позитивного сальдо, за рахунок чого відкриється можливість до більш масштабного погашення зобов'язань та зменшення обсягу суверенного боргу. Використання заморожених активів стане особливо корисним для погашення зовнішніх зобов'язань, за рахунок того, що заморожені активи рф номіновані переважно в євро та доларах США. В цьому контексті необхідно пріоритезувати бюджетний профіцит понад іншими цілями фіскальної політики аби за відносно-короткий період стабілізувати рівень суверенного боргу, нівелюючи майбутні ризики ліквідності та платоспроможності.

3.2.3 Перехід до стимулюючої монетарної політики

Важливим елементом середньострокової стратегії також є необхідність переходу до більш гнучкої та стимулюючої монетарної політики. Потенційне зменшення оборонних витрат та відносна стабілізація державного бюджету в тому числі за допомоги НСДУ, згідно припущення середньострокової перспективи, повинні зменшити інфляційний тиск, що дозволить перейти до політики монетарного стимулювання. Відповідно, монетарна політика в середньостроковій

перспективі повинна складатись з наступних елементів: поступове скасування обмежень на вивід капіталу та операції з іноземними валютами, зменшення ключової ставки та ставки резервування НБУ та перехід до режиму повної гнучкості курсу гривні.

Необхідність в подібній стимулюючій монетарній політиці викликана перш за все потребою у підвищенні економічної активності під час повоєнної відбудови. Стимулювання економічної активності можна проводити як фіскальними так і монетарними методами, проте враховуючи критичну необхідність уряду зменшувати дефіцит бюджету в середньостроковій перспективі за рахунок збільшення податкових надходжень та зменшення державних витрат, інструменти стимулювання фіскальної політики будуть недоступні. Більш того, подібна фіскальна політика матиме, навпаки, стримуючий ефект та сприятиме зменшенню економічної активності, що повинно бути компенсовано монетарними інструментами.

Ключовим інструментом у відновленні економічної активності за допомогою монетарних методів є зниження ключової ставки, що повинно значно покращити доступ до кредитування. Комерційне кредитування бізнесу та населення за нижчими відсотковими ставками є вкрай важливим для повоєнного відновлення, адже стимулюватиме виробництво та інвестиції, що зменшуватиме безробіття та надаватиме більшої впевненості споживачеві. Більш того, важливим є саме монетарне зниження відсоткових ставок банківських кредитів, а не пільгові кредити, що покриваються з державного бюджету, адже головною ціллю є сприяння економічному відновленню без збільшення державних витрат [58] [59] [60].

Важливим інструментом середньострокової перспективи також є перехід до повної гнучкості курсу гривні. Подібна валютно-курсова політика може надати значну кількість переваг в контексті повоєнного відновлення. По-перше, вона забезпечить автоматичне коригування торгового балансу та допоможе абсорбувати потенційні зовнішні шоки, такі як коливання світових цін на головні імпортні категорії або зміни в настроях інвесторів. По-друге, плаваючий курс гривні позитивно впливатиме на обслуговування суверенного боргу за рахунок зменшення

ризиків ліквідності при виплаті зовнішніх зобов'язань та за рахунок зменшення реальної вартості внутрішніх запозичень у випадку девальвації. По-третє, подібна курсова політика значно збільшить позитивний вплив монетарної політики НБУ, адже він матиме кращу здатність реагувати на внутрішні економічні умови в країні, не будучи обмеженим необхідністю підтримувати фіксований курс. Наостанок, плаваючий валютний курс послабить тиск на резерви НБУ, що особливо важливо в контексті припущення про зменшення міжнародної допомоги [61] [62].

Також варто зазначити, що хоча подібна стимулююча макроекономічна політика потенційно матиме позитивний вплив, передбачити макроекономічні умови середньострокової перспективи вкрай важко. У випадку наявності немонетарних чинників, що негативно впливатимуть на інфляцію, валютний курс, банківську систему або платіжний баланс, подібна стимулююча політика може лише нашкодити, тому повинна прийматись виключно з урахуванням майбутнього економічного контексту.

3.3 Стратегічне планування довгострокових макроекономічних заходів задля забезпечення боргової стійкості та сталого повоєнного розвитку

В довгостроковій перспективі (від 5 років) головною ціллю макроекономічної політики щодо боргової стійкості повинно бути зменшення обсягу суверенного боргу за рахунок послідовних стійких бюджетних профіцитів (політика «Austerity»), масштабної приватизації державних підприємств та диверсифікації міжнародної торгівлі з виходом на торговельний профіцит. Припущеннями цього розділу є абсолютне закінчення воєнних дій на міжнародно-визнаних кордонах України та повна економічна стабілізація.

3.3.1 Політика Бюджетних Профіцитів – «Austerity»

Враховуючи стабілізацію економіки України в довгостроковій перспективі, важливим подальшим кроком є зменшення боргового тягара за рахунок істотних бюджетних профіцитів. В іноземній академічній літературі подібна політика носить назву «Austerity», що також можна перекласти як «Політика Жорсткої Економії» (далі – ПЖЕ). ПЖЕ може проводитись на основі зменшення бюджетних витрат,

збільшення податкових доходів або використовуючи обидва методи. При цьому важливо усвідомлювати негативний вплив подібної політики на ВВП, що у разі некоректного використання може не покращити, а погіршити борговий тягар за рахунок того, що ВВП є знаменником у співвідношенні боргу до ВВП. Відповідно, якщо знаменник зменшиться більше ніж чисельник, їх співвідношення може лише збільшитись.

Через ризик подібного негативного впливу, ПЖЕ часто використовують як інструмент «останньої надії». Також непопулярність політики ПЖЕ зумовлена політичним фактором, адже існує надзвичайно висока вірогідність, що громадяни повторно не обиратимуть уряд чи політичну силу, за правління якої були підвищенні податки або зменшенні видатки (особливо соціальні). Однак для України ПЖЕ є необхідністю, що дозволить зменшити борговий тягар, накопичений під час війни та, потенційно, перших років повоєнної відбудови. У разі відсутності подібної політики, значне боргове навантаження буде істотним фактором суверенного ризику та критично обмежуватиме гнучкість уряду в іноземних запозиченнях та інвестиціях [63].

Дослідники Алезіна, Фаверо та Джавацці, в монографії, що досліджує ПЖЕ визначають, що політика, заснована на зменшенні витрат наносить менший негативний вплив на ВВП, ніж та, що заснована на підвищенні податків. Більш того, дослідники визначили, що ПЖЕ, заснована на витратах, зменшує співвідношення боргу до ВВП як у випадку високого суверенного боргу, так і у випадку низького. Натомість ПЖЕ, заснована на податках, у ситуації високого суверенного боргу, навпаки, збільшує його співвідношення до ВВП (Додаток Ю). Відповідно, *для України найбільш оптимальною стратегією є ПЖЕ, що базується на витратах*. Більш того, подібні результати досліджень є додатковим аргументом щодо важливості концентрації на збільшенні доходів бюджету без значного збільшення податків в НСДУ. Якщо в середньостроковій перспективі, уряд все ж таки діятиме згідно нинішньої НСДУ без жодних змін, то ПЖЕ, що базується на податках є категорично недопустимою, адже лише погіршить негативні ефекти НСДУ [64].

У випадку України, ПЖЕ, що базується на витратах повинна включати перегляд державних витрат та їх оптимізацію. При тому зміни повинні включати як економічні реформи, такі як, наприклад, перехід від солідарної системи до накопичувальної або масштабний перегляд субсидіювання, так і структурні, що повинні покращити інституційну якість державних органів, прозорість та ефективність використання бюджетних коштів.

Також додатковим кроком, який може частково компенсувати значне зменшення державних витрат є розвиток власного фондового ринку, що дозволить залучати приватний капітал та інвестиції, що сприятиме збільшенню економічної активності та частково замінить державні інвестиції. Важливо також згадати і вірогідність європейської інтеграції України в довгостроковому сценарії, що відкриє ширший доступ до фондів економічного розвитку ЄС та значно збільшить притік інвестицій, що полегшить тягар державних інвестицій та стане додатковим фактором компенсації негативних ефектів ПЖЕ [65].

Важливо зазначити, що політика зменшення бюджетних витрат повинна бути всеосяжною, проте раціональною. Варто остерігатись значного зменшення видатків на освіту та охорону здоров'я без чіткої стратегії розвитку та реформування цих сфер. Наприклад, оптимізація витрат на вищу освіту повинна не просто «урізати» фінансування, але бути повноцінною стратегією, що може включати об'єднання або закриття найменш ефективних університетів, часткову приватизацію, розвиток приватної вищої освіти, впровадження кредитування на освіту, створення особливих інвестиційних умов для іноземних університетів та інше.

3.3.2 Приватизація державних підприємств

Корисним інструментом довгострокової перспективи також є приватизація державного майна. Важливо зазначити, що політика приватизації може бути доречною також і в короткостроковій та середньостроковій перспективі. Наприклад, за 2023 рік, Фонд Державного Майна перерахував 3,2 млрд. гривень, отриманих від приватизації до державного бюджету, що з однієї сторони не є істотною частиною його доходів, проте все одно сприяє зменшенню дефіциту. Натомість найбільшої ефективності від приватизації можна досягнути після

повного закінчення бойових дій та економічної стабілізації, адже в такому випадку, об'єкти державної власності можна буде реалізувати за набагато більшою вартістю через зменшення їх ризикованості та збільшення інвестиційної привабливості [66].

Відповідно, приватизацію найбільших об'єктів та підприємств державної власності, що мають високу рентабельність та/або потенціал варто проводити через 3-5 років після закінчення війни. Такими підприємствами потенційно можуть бути найбільші державні банки, Укрпошта, Укрзалізниця та, можливо, підприємства видобування корисних копалин. Важливою передумовою приватизації є інституційні реформи судової гілки влади, правоохоронних органів та антимонопольного комітету, які повинні забезпечити чесність та прозорість приватизаційного процесу та не допустити олігархічної або монополістичної концентрації.

Під час процесу приватизації важливо також враховувати інтереси національної безпеки та можливість часткової приватизації зі збереженням ключової або значної частки державної власності. Приватизація таких масштабних підприємств як, наприклад, Укрзалізниця, може відбуватись зі збереженням державної власності в стратегічно-важливих сферах перевезень. Ключовою ціллю політики приватизації є отримання максимального прибутку від продажу підприємств з мінімальними збитками для інтересів держави.

3.3.3 Диверсифікація міжнародної торгівлі

Важливим чинником, що може істотно покращити боргову стійкість України в довгостроковій перспективі є диверсифікація експорту та імпорту разом із досягненням позитивного торговельного балансу. Згідно наукових досліджень, найголовнішими драйверами подібної диверсифікації є якісний людський капітал, відкритість до торгівлі, інституційна якість державного апарату, розвинута інфраструктура та динамічний фінансовий сектор. В цьому контексті істотний вплив також матиме потенційна інтеграція України з ЄС, що відкриє більше ринків для українських експортерів та стане каталізатором виходу великої частки українських компаній на міжнародний ринок. Відповідно, досягнення подібної мети потребує розроблення комплексної стратегії, що враховуватиме повоєнний

контекст України та вищезгадані фактори впливу, проте це вже виходить за рамки цієї роботи та потребує додаткового дослідження [67].

Висновки до розділу 3

Стратегія щодо покращення боргової стійкості України була побудована на основі аналізу драйверів негативної динаміки суверенного боргу у моделі MAC SRDSF та включає 9 макроекономічних політик, що поділені на три відповідні перспективи: короткострокову, середньострокову та довгострокову. Враховуючи, що повномасштабна війна є найголовнішим негативним чинником боргової стійкості, кожна з часових перспектив містить припущення щодо перебігу бойових дій.

Припущенням короткострокової перспективи (1-2 роки) є продовження активних бойових дій, що потребує політик, націлених на уникнення дефолту та підтримку значних оборонних витрат державного бюджету. В цьому контексті критично важливим заходом є реструктуризація боргових цінних паперів, що тримаються іноземними комерційними організаціями (євробондів) на суму 20 млрд доларів, що дозволить уникнути значного збільшення витрат на обслуговування суверенного боргу та потенційної кризи ліквідності. Також важливою політикою є збільшення грантової (безповоротної) підтримки міжнародних партнерів, що частково дозволить зменшити дефіцит державного бюджету. Додатково, уряду України варто працювати над збільшенням залучення коштів населення через ОВДП аби мати меншу залежність від іноземного кредитування.

Припущенням середньострокової перспективи (до 5 років) є зважений сценарій закінчення активних бойових дій, який передбачає відновлення територіальної цілісності України та початок істотного економічного відновлення, який втім може бути обмежений необхідністю підтримувати високу частку витрат бюджету на оборону (до 25-30%). Виходячи з подібного припущення, важливою політикою є збільшення доходів державного бюджету, що наразі регулюється Національною Стратегією Доходів України (НСДУ). Не дивлячись на позитивні оцінки міжнародних партнерів, НСДУ в нинішній ітерації має значну кількість

структурних недоліків, що повинні бути виправлені. Першим кроком повинно бути запровадження консультацій з громадськими організаціями та бізнес-асоціаціями разом з більш прозорою звітністю Міністерства Фінансів щодо процесу розробки НСДУ. Також, НСДУ бракує інструментів реформування Державної Митної Служби та Державної Податкової Служби, що разом з наданням їм правоохоронних повноважень може значно посилити корупційні ризики та погіршити їх інституційну якість. Кабінету Міністрів України варто сконцентруватись на нівелюванні «схем» ухилення від оподаткування за рахунок покращення верховенства права та справжнього перезавантаження ДПС та ДМС без надання їм занадто широких повноважень, що при коректній імплементації може зменшити потреби у значному підвищенні податкового навантаження. Додатковим фактором впливу на боргову стійкість є потенційна передача Україні заморожених активів рф, частину з яких варто використати для зменшення обсягу суверенного боргу, в особливості зовнішніх зобов'язань. Важливою макроекономічною політикою середньострокової перспективи також є перехід до стимулюючої монетарної політики та режиму повної гнучкості курсу гривні. Це дозволить відновити економічну активність за рахунок покращення доступу до кредитування та позитивно впливатиме на повоєнну відбудову України.

Припущенням довгострокової перспективи (від 5 років) є абсолютне закінчення військових дій на міжнародно-визнаних кордонах України та повна економічна стабілізація. Відповідно, найголовнішою ціллю в подібній перспективі є зменшення обсягу суверенного боргу, що можна досягнути за допомогою Політики Жорсткої Економії («Austerity»), заснованої на витратах, що повинна включати перегляд державних витрат та їх оптимізацію. Зміни повинні включати як економічні реформи, так і структурні. Окрім цього, корисним інструментом довгострокової перспективи є приватизація великих державних підприємств, що потенційно може стати істотним джерелом доходів бюджету. Додатково, політика диверсифікації міжнародної торгівлі разом із досягненням позитивного торговельного балансу також може стати інструментом позитивного впливу на боргову стійкість за рахунок збільшення ВВП.

ВИСНОВОК

Відповідно до проведеного дослідження та згідно поставлених завдань були зроблені наступні висновки:

- Суверенний борг – це борг державного сектору, що складається з боргових цінних паперів та внутрішніх і міжнародних кредитів, випущених або укладених урядом всіх рівнів та державними корпораціями, включно з Центральним Банком.
- Боргова стійкість – ситуація, при якій уряд має високу ймовірність бути платоспроможним, тобто бути спроможним виконувати свої поточні та майбутні фінансові зобов'язання, не вдаючись до нездійснених чи небажаних політик, якими є дефолт, девальвація, надлишкова емісія або екстремальне фіскальне коригування.
- Можливими інструментами оцінки боргової стійкості країни є індикатори співвідношення макроекономічних показників, VaR-моделі та функції реагування.
- Теоретико-методологічний інструментарій моделі MAC SRDSF концептуально складається з трьох основних етапів: аналіз суверенного ризику, оцінка стабілізації боргу в базовому сценарії та аналіз боргової стійкості. Оцінка суверенного ризику є найголовнішим етапом та складається з трьох модулів, що аналізують короткостроковий, середньостроковий та довгостроковий ризику.
- Методологією короткострокового модулю є багатофакторна регресійна LOGIT модель, що вимірює ймовірність виникнення триггеру боргової кризи протягом 1-2 років. Методологією середньострокового модулю натомість є набір з трьох аналітичних інструментів: віялової проекції суверенного боргу у форматі діаграми, проекції та аналізу валових потреб у фінансуванні та тригерного стрес-тесту, кожен з яких надає сигнал ризику. Методологія довгострокового модулю має більше якісної методології, аніж кількісної і фокусується на еволюції траєкторій боргу та ВПФ. Довгостроковий ризик

оцінюється на основі проєкцій базового сценарію та чотирьох не обов'язкових модулів, серед яких: демографічний, ресурсний, амортизаційний та кліматичний

- Фінальний звіт за моделлю MAC-SRDSF містить консолідовану інформацію по кожному інструменту аналізу, яка доступна в базовому та в негативному сценарії. Звіт складається з резюме результатів аналізу, звіту по інституційному покриттю суверенного боргу, структури суверенного боргу, таблиці з проєкцією макроекономічних індикаторів, перевірки реалістичності припущень та трьох окремих блоків аналізу короткострокового, середньострокового та довгострокового ризику. Блок з проєкцією макроекономічних індикаторів є центральною частиною фінального звіту, адже саме на базі цих проєкцій і проводиться подальший аналіз суверенного ризику. При аналізі проєкцій найголовнішим є те, що макроекономічні показники в таблиці пов'язані між собою рівнянням динаміки боргу, яке є найголовнішим макроекономічним рівнянням моделі.
- З точки зору фіскальної політики, головним драйвером негативної динаміки боргової стійкості України є повномасштабна війна, що спричиняє значні бюджетні дефіцити, а додатковими чинниками є недостатня оптимізація та неефективність бюджетних витрат, викликана інституційною складовою та втрата доходів держбюджету через «схеми» уникнення оподаткування.
- З точки зору монетарної політики, драйвером негативного впливу на обсяг суверенного боргу є динаміка реальної відсоткової ставки, скоригованої на інфляцію, згідно якої уряд України позичатиме кошти за позитивною реальною вартістю, тобто повертатиме більше у реальному вимірі, ніж позичав. Особливої уваги також потребує регулювання банківського сектору, який у випадку запиту НБУ щодо збільшення адекватності капіталу, може зіткнутись з проблемою ліквідності, спричиненою агресивною податковою політикою щодо банків.
- З точки зору зовнішньо-торговельної політики, істотним чинником впливу на негативну динаміку боргової стійкості України є значний торговельний

дефіцит, який загострюється через відсутність достатньої диверсифікації експорту та імпорту товарів.

- Рекомендацією щодо покращення боргової стійкості у короткостроковій перспективі є проведення реструктуризації боргових цінних паперів, що тримаються іноземними комерційними організаціями (євробондів) на суму 20 млрд доларів, що дозволить уникнути значного збільшення витрат на обслуговування суверенного боргу та потенційної кризи ліквідності. Також важливою політикою є збільшення грантової (безповоротної) підтримки міжнародних партнерів, що частково дозволить зменшити дефіцит державного бюджету. Додатково, уряду України варто працювати над збільшенням залучення коштів населення через ОВДП аби мати меншу залежність від іноземного кредитування.
- У середньостроковій перспективі, важливою політикою є збільшення доходів державного бюджету, що наразі регулюється Національною Стратегією Доходів України (НСДУ). НСДУ в нинішньому вигляді має значну кількість структурних недоліків, що повинні бути виправлені за рахунок концентрації на нівелюванні «схем» ухилення від оподаткування шляхом покращення верховенства права та справжнього перезавантаження ДПС та ДМС без надання їм занадто широких повноважень, що при коректній імплементації може значно зменшити потреби у значному підвищенні податкового навантаження. Додатковим фактором впливу на боргову стійкість є потенційна передача Україні заморожених активів РФ, частину з яких варто використати для зменшення обсягу суверенного боргу, в особливості зовнішніх зобов'язань. Важливою макроекономічною політикою середньострокової перспективи також є перехід до стимулюючої монетарної політики та режиму повної гнучкості курсу гривні. Це дозволить відновити економічну активність за рахунок покращення доступу до кредитування та позитивно впливатиме на повоєнну відбудову України.
- Найголовнішою ціллю довгострокової перспективи є зменшення обсягу суверенного боргу, що можна досягнути за допомогою Політики Жорсткої

Економії («Austerity»), заснованої на витратах, що повинна включати перегляд державних витрат та їх оптимізацію. Окрім цього, корисним інструментом довгострокової перспективи є приватизація великих державних підприємств, що потенційно може стати істотним джерелом доходів бюджету. Додатково, політика диверсифікації міжнародної торгівлі разом із досягненням позитивного торговельного балансу також може стати інструментом позитивного впливу на боргову стійкість за рахунок збільшення ВВП.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Abbas, S. A., Pienkowski, A., & Rogoff, K. (2019). *Sovereign debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press, USA.
2. IMF. (2015). *Government Finance Statistics Manual*. International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfs.htm>
3. IMF Statistics. (2014). *External debt Statistics: Guide for compilers and users*. International Monetary Fund.
https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/External_debt_statistics_guide.pdf
4. IMF (2013). “Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries,” IMF Policy Paper
5. UNCTAD. (2009). *Compendium on Debt Sustainability and Development*. United Nations.
https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf20081_en.pdf
6. Bouchet, M. H., Fishkin, C. A., & Goguel, A. (2018). *Managing country risk in an age of globalization: A Practical Guide to Overcoming Challenges in a Complex World*. Springer.
7. Bouchet, M. H., Clark, E., & Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*. John Wiley & Sons.
8. Manganelli, S., & Engle, R. F. (2001). *Value at risk models in finance*. Social Science Research Network.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID356220_code030225630.pdf?abstractid=356220&mirid=1&type=2
9. IMF. (2021, February 3). *Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/02/03/Review-of-The-Debt-Sustainability-Framework-For-Market-Access-Countries-50060>
10. IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. *Country Report No. 2024/078*, 9798400270291/1934-7685.
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>
11. IMF. (2022). *Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries* (9798400216862/2663-3493).
<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/08/08/Staff-Guidance-Note-on-the-Sovereign-Risk-and-Debt-Sustainability-Framework-for-Market-521884>
12. Peng, C. J., Lee, K. L., & Ingersoll, G. M. (2002). *An introduction to logistic regression analysis and reporting*. the Journal of Educational Research/Journal of Educational Research, 96(1), 3–14. <https://doi.org/10.1080/00220670209598786>
13. Razi, A., & Loke, P. L. (2017). Fan Chart: The art and science of communicating uncertainty. *RePEc: Research Papers in Economics*, 43. <http://EconPapers.repec.org/RePEc:bis:bisifc:43-44>

14. Rehbein, K. (2023). Understanding IMF Debt Sustainability Analyses. *A Toolkit for CSOs to Critically Engage With the IMF*. <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/tunesien/20619-20231115.pdf>
15. Escolano, J. (2010). A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates. *Technical Notes and Manuals*, 2010(002), 1. <https://doi.org/10.5089/9781462396955.005>
16. Міністерство Фінансів України. (2024). Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2023 рік. https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582
17. Вокс Україна. (2024). Телемарафон: пропаганда чи необхідність? <https://voxukraine.org/telemarafon-propaganda-chy-neobhidnist>
18. BBC News Україна. (2023). Бруківка чи дрони? Чи можна цивільні видатки направляти на закупівлю зброї. BBC News Україна. <https://www.bbc.com/ukrainian/features-66210886>
19. The Economist. (2024, February 15). The horror story of HS2. The Economist. <https://www.economist.com/britain/2024/02/15/the-horror-story-of-hs2>
20. Дубровський, В., Черкашин, В., & Гетман, О. (2023). Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні. Економічна експертна платформа та Інститут соціально-економічної трансформації. <https://iset-ua.org/ua/doslidzhennya/item/203-porivnialnyi-analiz-fiskalnoho-efektu-vid-shem-2022>
21. Міністерство фінансів України. (2023). Національна стратегія доходів на 2024-2030 роки. https://mof.gov.ua/uk/national_income_strategy-716
22. Кабінет Міністрів України. (2023, December 27). Уряд затвердив Національну стратегію доходів 2024–2030. <https://www.kmu.gov.ua/news/uriad-zatverdyv-natsionalnu-stratehiu-dokhodiv-20242030>
23. Олексієнко, Д. (2024, January 17). Національна стратегія доходів України: крок до ЄС чи загроза для бізнесу? Економічна Правда. <https://www.epravda.com.ua/columns/2024/01/17/708805/>
24. Financial Times. (2024, April 16). Ukraine creditors form committee as Kyiv seeks debt restructuring. <https://www.ft.com/content/56205cc4-16c3-4be4-aa69-d13f342c619a>
25. Fišera, B., Tiruneh, M. W., & Hojdan, D. (2021). Currency depreciations in emerging economies: A blessing or a curse for external debt management? *International Economics*, 168, 132–165. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.09.003>
26. FitchRatings. (2024, February 6). Nearly All Rated Ukrainian Banks Pass Resilience Test, but Risks to Capital Still High. <https://www.fitchratings.com/research/banks/nearly-all-rated-ukrainian-banks-pass-resilience-test-risks-to-capital-still-high-06-02-2024>

27. Державна податкова служба України. (2023). ІНФОРМАЦІЙНИЙ ЛИСТ № 6/2023 Банки: зміна ставок, податок на прибуток. [tax.gov.ua.
https://tax.gov.ua/data/material/000/621/740671/InfoList6_2023.pdf](https://tax.gov.ua/data/material/000/621/740671/InfoList6_2023.pdf)
28. Вінокуров, Я. (2023, November 22). Надподатки на надприбутки: чому держава оподатковує банки “заднім числом” і що це змінить? Економічна Правда. <https://www.epravda.com.ua/publications/2023/11/22/706863/>
29. Національний Банк України. (2024). Статистика зовнішнього сектору: Платіжний баланс України. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>
30. Міністерство Економіки України. (2023). Інфографіка щодо загальних підсумків експорту товарів і послуг України у 2021 році. <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=e3c3c882-4b68-4f23-8e25-388526eb71c3&tag=TendentsiiEksportuInfografika-eksport->
31. Міністерство Економіки України. (2023). Інфографіка щодо загальних підсумків експорту товарів і послуг України у I півріччі 2023 року. <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=e3c3c882-4b68-4f23-8e25-388526eb71c3&tag=TendentsiiEksportuInfografika-eksport->
32. Міністерство Економіки України. (2023). Інфографіка щодо загальних підсумків імпорту товарів України у 2021 році. <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=7e82c6e6-e65b-44ae-8a9a-48b6851f6d47&tag=Infografika-import->
33. Міністерство Економіки України. (2023). Інфографіка щодо загальних підсумків імпорту товарів України у I півріччі 2023 року.. <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=7e82c6e6-e65b-44ae-8a9a-48b6851f6d47&tag=Infografika-import->
34. Тептюк Д. (2023). Курсова робота бакалавра. Платіжний баланс як інструмент аналізу макроекономічних ризиків країн. НаУКМА. Київ
35. The Economist. (2024, February 1). Europe finds €50bn for Ukraine, and a way around Viktor Orban. The Economist. <https://www.economist.com/europe/2024/02/01/europe-finds-eu50bn-for-ukraine-and-a-way-around-viktor-orban>
36. The Economist. (2024, April 25). America’s \$61bn aid package buys Ukraine time. The Economist. <https://www.economist.com/briefing/2024/04/25/americas-61bn-aid-package-buys-ukraine-time>
37. Reuters. (2024, April 22). Ukraine poised to send \$20 billion rework proposal to bondholders by early May. <https://www.reuters.com/markets/europe/ukraine-poised-send-20-bln-rework-proposal-bondholders-by-early-may-sources-say-2024-04-22/>
38. Reuters. (2022, August 12). Ukraine’s creditors agree 2-year freeze on \$20 billion overseas debt. <https://www.reuters.com/markets/europe/ukraines-creditors-agree-two-year-payment-freeze-almost-20-billion-international-2022-08-10/>
39. Міністерство фінансів України. (2023, April). Прогнозні щомісячні платежі за державним боргом у 2024 році за діючими угодами станом на 01.04.2024. <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi>
40. Міністерство фінансів України. (2023, April). Прогнозні щомісячні платежі за державним боргом у 2024-2049 роках за діючими угодами станом на 01.04.2024. <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi>

41. Вінокуров, Я. (2023, October 20). Пробачити все. Як Україна готується до нової реструктуризації боргу і якими можуть бути умови. Економічна Правда. <https://www.epravda.com.ua/publications/2023/10/20/705668/>
42. Міністерство Фінансів України. (2023). Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки. <https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS2024-2026.pdf>
43. Міністерство Фінансів України. (2023). Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. https://mof.gov.ua/uk/budget_2022-538
44. Olofsgård, A. (2022, September 19). Foreign Aid to Ukraine: Lessons from the Literature on Strategic Foreign Aid. <https://freepolicybriefs.org/2022/09/19/foreign-aid-ukraine/>
45. Міністерство фінансів України. (2023, December). Прогнозні щомісячні платежі за державним боргом у 2023 році за діючими угодами станом на 01.12.2023. <https://mof.gov.ua/uk/borgovi-platezhi-ta-prognozi>
46. Міністерство фінансів України. (2024, March). Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.03.2024). <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
47. Національний Банк України. (2024). Огляди сектору депозитних корпорацій. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
48. Міністерство Фінансів України. (2024). Військові облігації. <https://bonds.gov.ua/>
49. Дія. (2024). Військові облігації в Дії. <https://militarybonds.diia.gov.ua/>
50. Міністерство Фінансів України. (2023). Національна Стратегія Доходів України до 2030 року. Повна версія. https://mof.gov.ua/storage/files/National%20Revenue%20Strategy_2030_.pdf
51. Вінокуров, Я. (2023). Вищі податки для ФОПів та перетворення митників на слідчих. Як держава планує зібрати більше доходів у наступні шість років? Економічна Правда. <https://www.epravda.com.ua/publications/2023/12/27/708168/>
52. Олексієнко, Д. (2024). Національна стратегія доходів України: крок до ЄС чи загроза для бізнесу? Економічна Правда. <https://www.epravda.com.ua/columns/2024/01/17/708805/>
53. Боярчук, Д. (2024). Переглянути Національну стратегію доходів на 2024-2030 роки після публічних консультацій із бізнес-асоціаціями та громадськістю. Кабінет Міністрів України – Електронні Петиції. <https://petition.kmu.gov.ua/petitions/6286>
54. The Economist. (2024, February 28). What do you do with 191bn frozen euros owned by Russia? The Economist. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2024/02/28/what-do-you-do-with-191bn-frozen-euros-owned-by-russia>
55. Gozzi, L. (2024, May 8). EU moves to give profits from Russian assets to Ukraine. BBC. <https://www.bbc.com/news/articles/c4n1y9zz8ydo>
56. Demarais, A. (2023, November 27). The unintended consequences of seizing Russian assets. Foreign Policy. <https://foreignpolicy.com/2023/11/27/russia-ukraine-war-central-bank-reserves-assets-seize-reparations-sanctions/>
57. The Economist. (2023, July 20). Why the EU will not seize Russian state assets to rebuild Ukraine. The Economist. <https://www.economist.com/europe/2023/07/20/why-the-eu-will-not-seize-russian-state-assets-to-rebuild-ukraine>
58. Walsh, C. E. (2017). Monetary Theory and Policy, fourth edition. MIT Press.

59. Rawdanowicz, Ł., Bouis, R., & Watanabe, S. (2013). The benefits and costs of highly expansionary monetary policy. OECD Economics Department Working Papers.
<https://doi.org/10.1787/5k41zq8lwj9v-en>
60. Apel, M., Ohlsson, H., & Riksbank. (2022). Monetary policy and inflation in times of war. SVERIGES RIKSBANK ECONOMIC REVIEW, 65–67.
https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/pov/artiklar/engelska/2022/221216/2022_2-monetary-policy-and-inflation-in-times-of-war.pdf
61. Rose, A. K. (2011). Exchange rate regimes in the modern era: fixed, floating, and flaky. *Journal of Economic Literature*, 49(3), 652–672. <https://doi.org/10.1257/jel.49.3.652>
62. An, L., Kim, Y., & You, Y. (2016). Floating exchange rates and macroeconomic independence. *International Review of Economics & Finance*, 42, 23–35.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.10.041>
63. Gabriel, R. D., Klein, M., & Pessoa, A. (2022). The political costs of austerity. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4160971>
64. Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2020). *Austerity: When It Works and When It Doesn't*. Princeton University Press. <https://www.jstor.org/stable/j.ctvc77f4b>
65. Босак, А. О., & Дойнік, Ю. В. (2021). Фондовий ринок України: перспективи розвитку і світовий досвід державного регулювання. *Наукові Журнали Та Конференції*.
<https://science.lpnu.ua/uk/smeu/vsi-vypusky/vypusk-3-nomer-2-2021/fondovyy-rynok-ukrayiny-perspektyvy-rozvytku-i-svitovyy>
66. Фонд Державного Майна. (2024). Звіт про роботу Фонду державного майна України та хід приватизації державного майна у 2023 році.
<https://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>
67. Giri, R., Quayyum, S., & Yin, R. (2019). Understanding export diversification: key drivers and policy implications. *IMF Working Paper*, 19(105), 1.
<https://doi.org/10.5089/9781498313087.001>

ДОДАТКИ

Додаток А

Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 1 – *Резюме результатів аналізу.*

Annex III. Figure 1. Ukraine: Risk of Sovereign Stress

Horizon	Mechanical signal	Final assessment	Comments
Overall	...	High	The overall risk of sovereign stress continues being high in the baseline scenario, and that vulnerability is amplified in the downside scenario, reflecting high vulnerabilities in the medium-term horizon.
Near term 1/	n.a.	n.a.	Not applicable
Medium term	High	High	Medium-term risks are assessed as high. The fanchart indicates very high uncertainty around the debt trajectory, and the financeability tool finds high liquidity risks compared with relevant comparators.
Fanchart	High	...	
GFN	High	...	
Stress test	...	...	
Long term	...	High	Reflecting the exceptionally high uncertainty on the long-term outlook, risks are high. However, successfully restoring debt sustainability and implementing the fiscal adjustment assumed under the program would help mitigate long-run risks.
Sustainability assessment 2/	Unsustainable in a pre-restructuring scenario		Restoring medium-term external viability requires policy commitments, as well as specific and credible safeguards, commitments, and exceptional financing from creditors and donors, including debt relief, consistent with achieving a manageable level of gross financing needs such that debt stabilizes at a sustainable level.
Debt stabilization in the baseline	Yes		

DSA Summary Assessment

Ukraine's debt continues to be assessed to be unsustainable in a pre-restructuring scenario. Debt sustainability on a forward-looking basis is contingent on strong policy commitments and financing assurances and specific and credible assurances of debt relief that achieves GFNs that average of 8 percent of GDP over 2028-33 and public debt of 65 percent of GDP by 2033 (in a post-restructuring scenario). These debt targets are judged to be consistent with a manageable level of gross financing needs and strong prospects that debt stabilizes at a sustainable level. Complementary targets have also been set for 2028 debt levels and for flow relief over 2024-27. With such commitments and assurances, the pre-restructuring baseline scenario underlines the impact of high projected primary deficits and an anticipated slow recovery from the war. The medium-term modules signal high sovereign stress risks, notably a wide fanchart that points to the very high uncertainty around the forecast, and the GFN stress test that find persistently high financing needs, especially in the near term.

Source: Fund staff.

Note: The risk of sovereign stress is a broader concept than debt sustainability. Unsustainable debt can only be resolved through exceptional measures (such as debt restructuring). In contrast, a sovereign can face stress without its debt necessarily being unsustainable, and there can be various measures—that do not involve a debt restructuring—to remedy such a situation, such as fiscal adjustment and new financing.

1/ The near-term assessment is not applicable in cases where there is a disbursing IMF arrangement. In surveillance-only cases or in cases with precautionary IMF arrangements, the near-term assessment is performed but not published.

2/ A debt sustainability assessment is optional for surveillance-only cases and mandatory in cases where there is a Fund arrangement. The mechanical signal of the debt sustainability assessment is deleted before publication. In surveillance-only cases or cases with IMF arrangements with normal access, the qualifier indicating probability of sustainable debt ("with high probability" or "but not with high probability") is deleted before publication.

Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 2 –
Покриття суверенного боргу.

Annex III. Figure 2. Ukraine: Debt Coverage and Disclosures

										Comments			
1. Debt coverage in the DSA: 1/				CG	GG	NFPS	CPS	Other					
1a. If central government, are non-central government entities insignificant?									n.a.				
2. Subsectors included in the chosen coverage in (1) above:													
Subsectors captured in the baseline								Inclusion					
CPS	NFPS	GG: expected	CG	1	Budgetary central government				Yes	Not applicable			
				2	Extra budgetary funds (EBFs)				No				
				3	Social security funds (SSFs)				Yes	Inc. projected IMF BOP support			
				4	State governments				Yes				
				5	Local governments				Yes				
				6	Public nonfinancial corporations				Yes				
				7	Central bank				Yes				
				8	Other public financial corporations				Yes				
3. Instrument coverage:				Currency & deposits		Loans	Debt securities	Oth acct. payable 2/	IPSGSs 3/				
4. Accounting principles:				Basis of recording		Valuation of debt stock							
				Non-cash basis 4/	Cash basis	Nominal value 5/	Face value 6/	Market value 7/					
5. Debt consolidation across sectors:				Consolidated		Non-consolidated		Data unavailable					
Color code: chosen coverage Missing from recommended coverage Not applicable													
Reporting on Intra-Government Debt Holdings													
Issuer				Holder	Budget. central govt	Extra-budget. funds	Social security funds	State govt.	Local govt.	Nonfin. pub. corp.	Central bank	Oth. pub. fin. corp	Total
CPS	NFPS	GG: expected	CG	1	Budget. central govt								0
				2	Extra-budget. funds								0
				3	Social security funds								0
				4	State govt.								0
				5	Local govt.								0
				6	Nonfin pub. corp.								0
				7	Central bank								0
				8	Oth. pub. fin. corp								0
Total					0	0	0	0	0	0	0	0	0

1/ CG=Central government; GG=General government; NFPS=Nonfinancial public sector; PS=Public sector.

2/ Stock of arrears could be used as a proxy in the absence of accrual data on other accounts payable.

3/ Insurance, Pension, and Standardized Guarantee Schemes, typically including government employee pension liabilities.

4/ Includes accrual recording, commitment basis, due for payment, etc.

5/ Nominal value at any moment in time is the amount the debtor owes to the creditor. It reflects the value of the instrument at creation and subsequent economic flows (such as transactions, exchange rate, and other valuation changes other than market price changes, and other volume changes).

6/ The face value of a debt instrument is the undiscounted amount of principal to be paid at (or before) maturity.

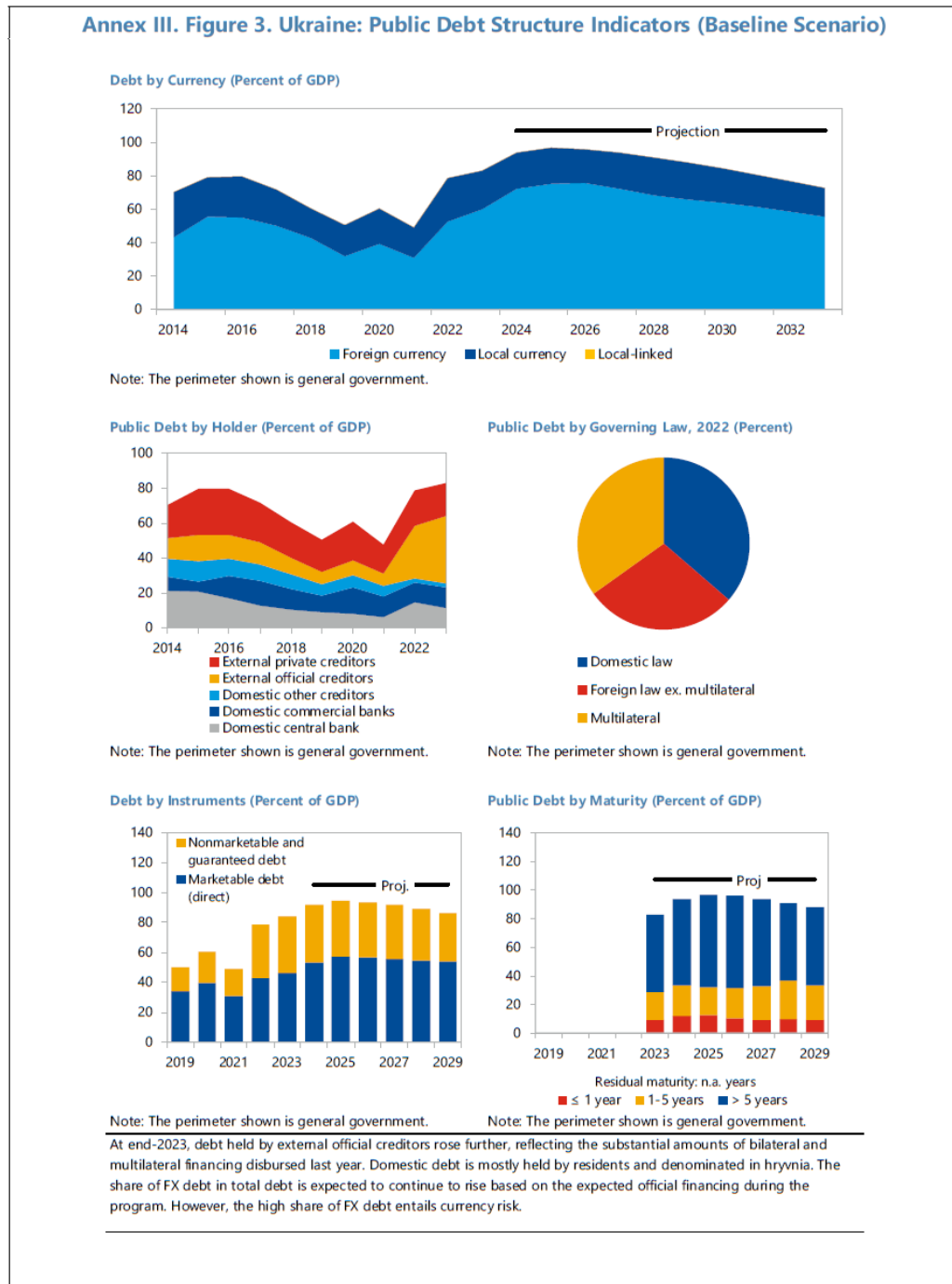
7/ Market value of debt instruments is the value as if they were acquired in market transactions on the balance sheet reporting date (reference date). Only traded debt securities have observed market values.

The coverage of the DSA includes: (i) central government direct debt; (ii) domestic and external government-guaranteed debt (loans and bonds) extended to state-owned enterprises (SOEs); (iii) debt of local governments; and (iv) Ukraine's liabilities to the IMF that are not included in central government direct debt. It does not include non-guaranteed domestic and external liabilities of SOEs or disputed debts. Data concerning debt consolidation across sectors are not available.

Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

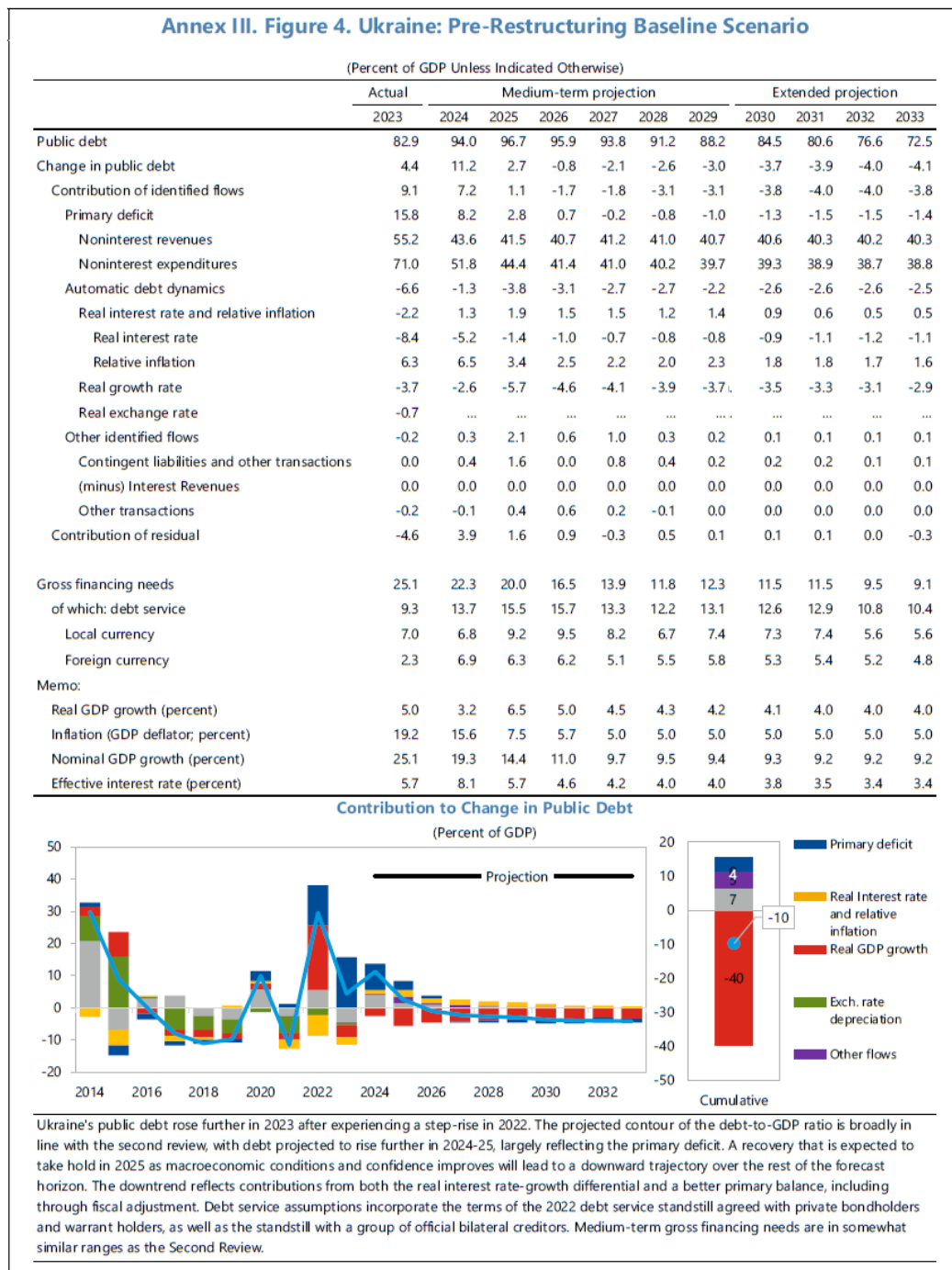
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 3 – *Показники структури державного боргу (базовий сценарій).*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

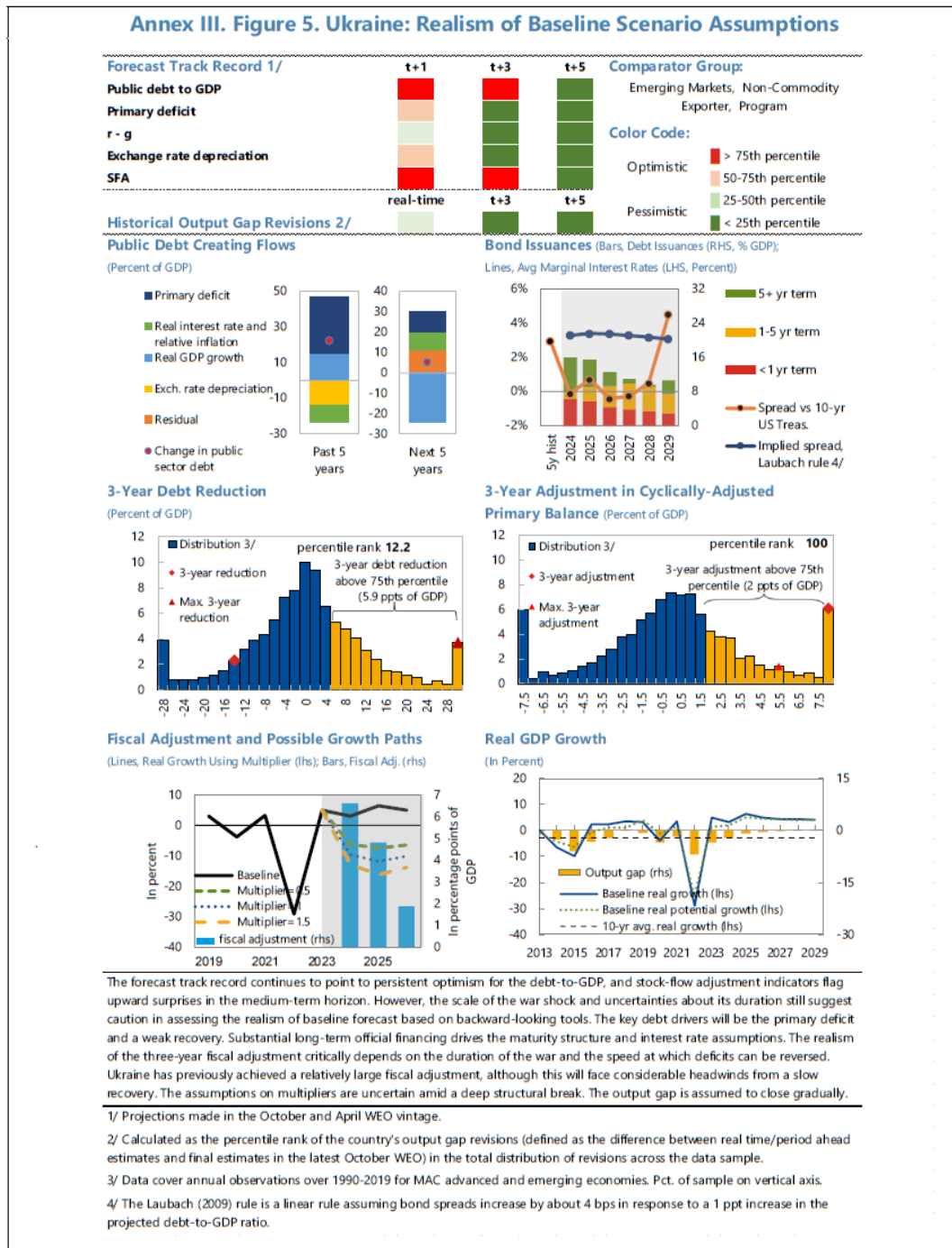
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 4 – *Базовий сценарій перед реструктуризацією.*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

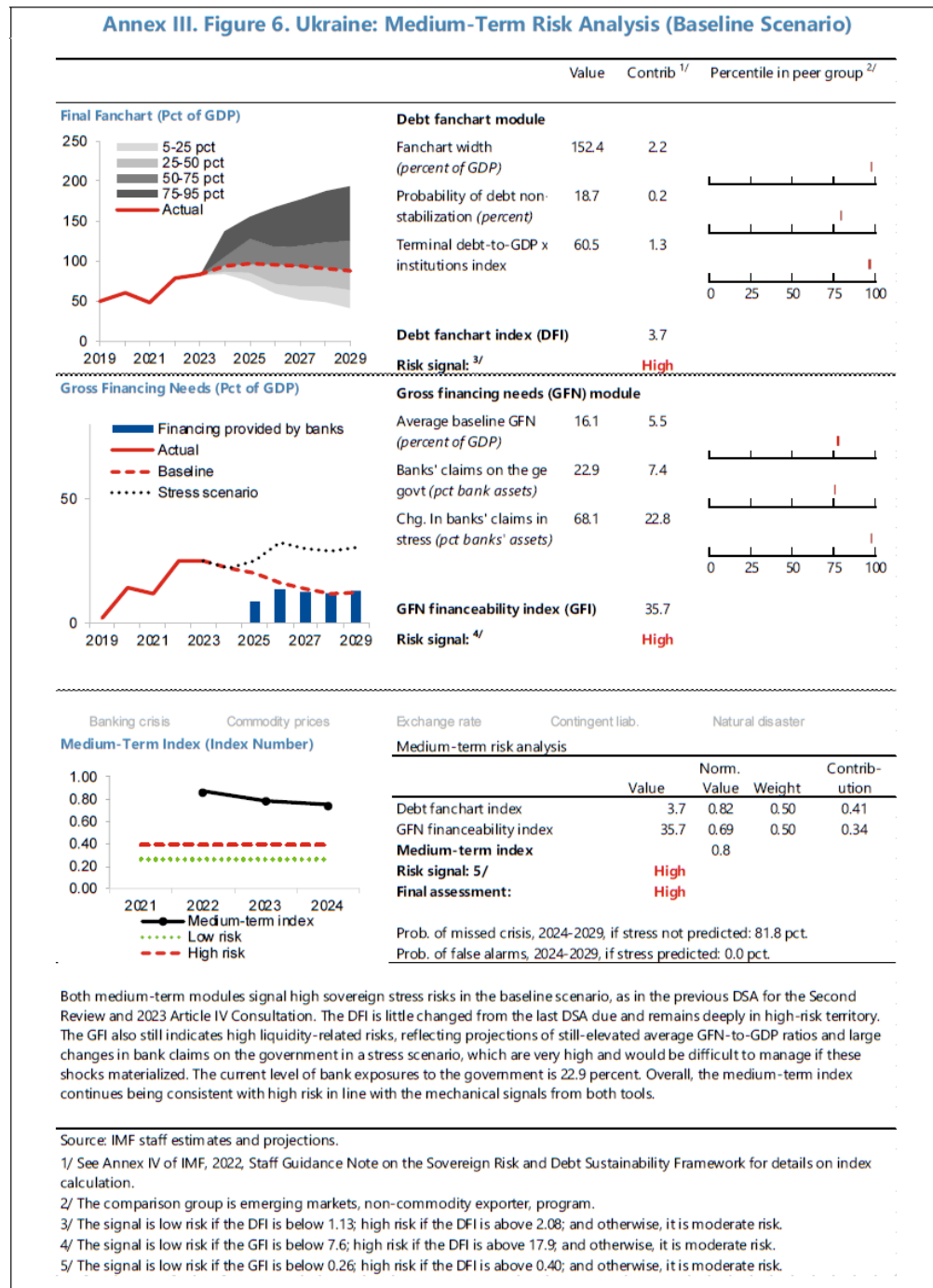
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 5 – *Реалістичність припущень базового сценарію.*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

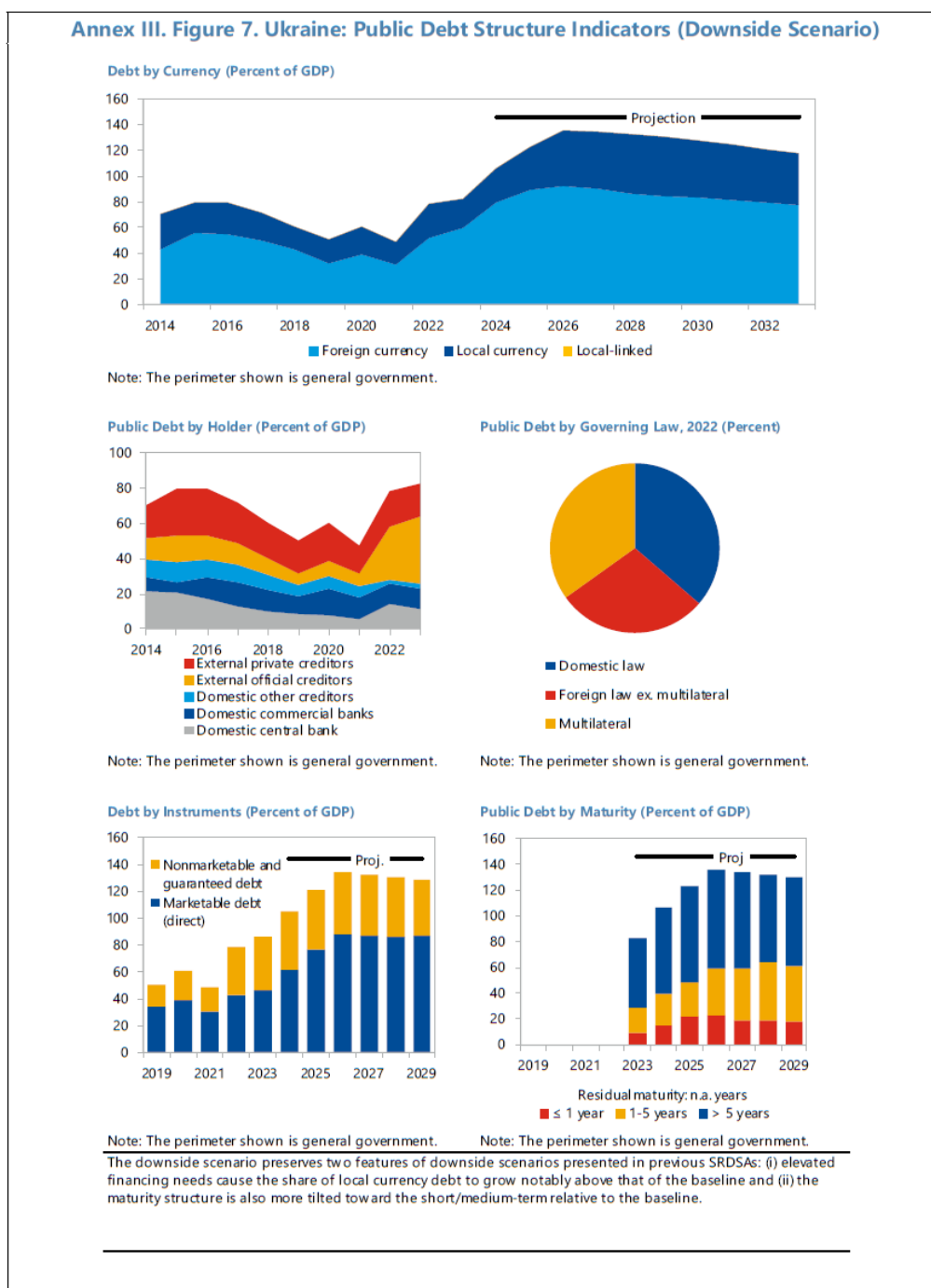
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 6 – *Аналіз середньострокового ризику (базовий сценарій).*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

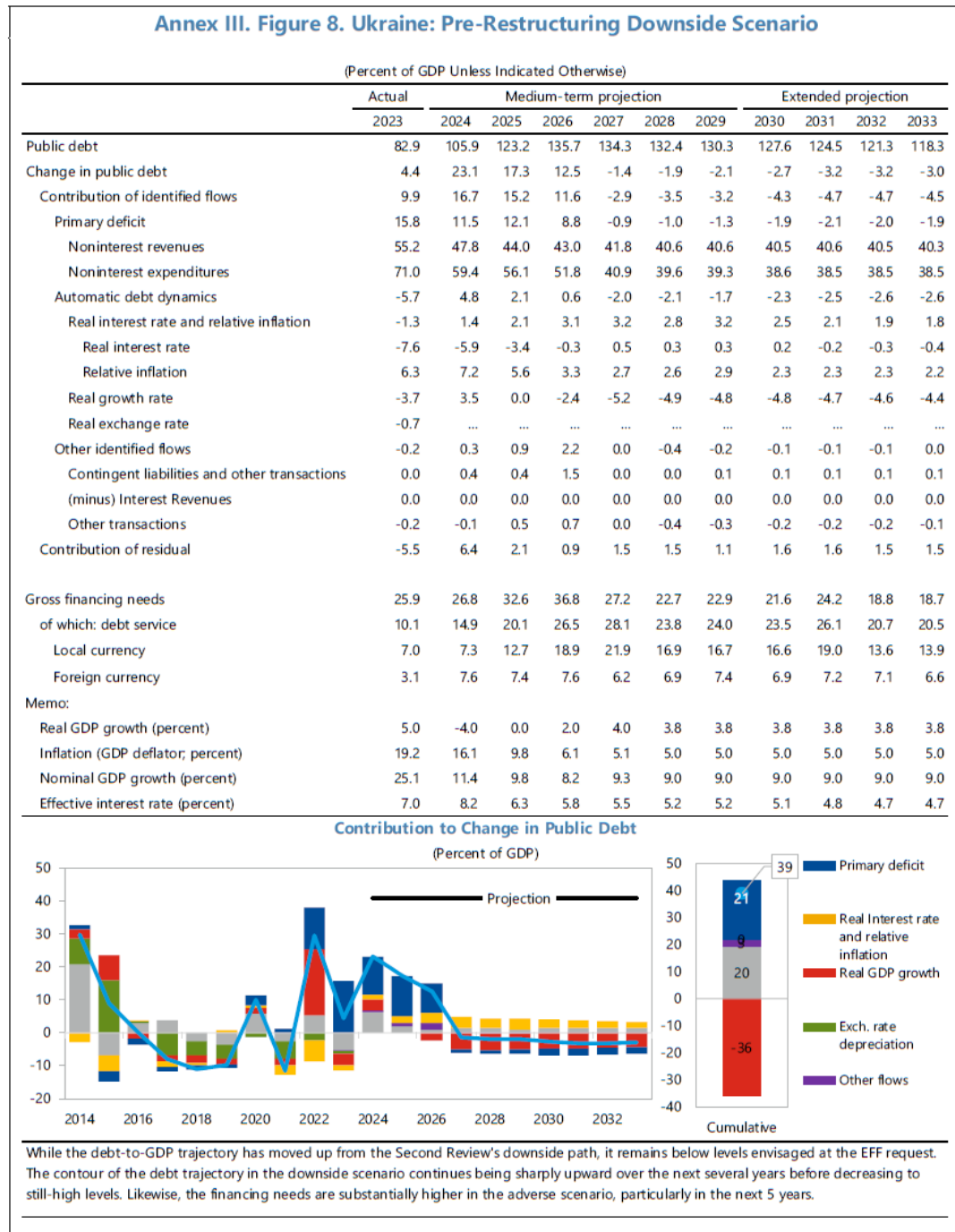
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 7 – *Індикатори структури державного боргу (негативний сценарій).*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

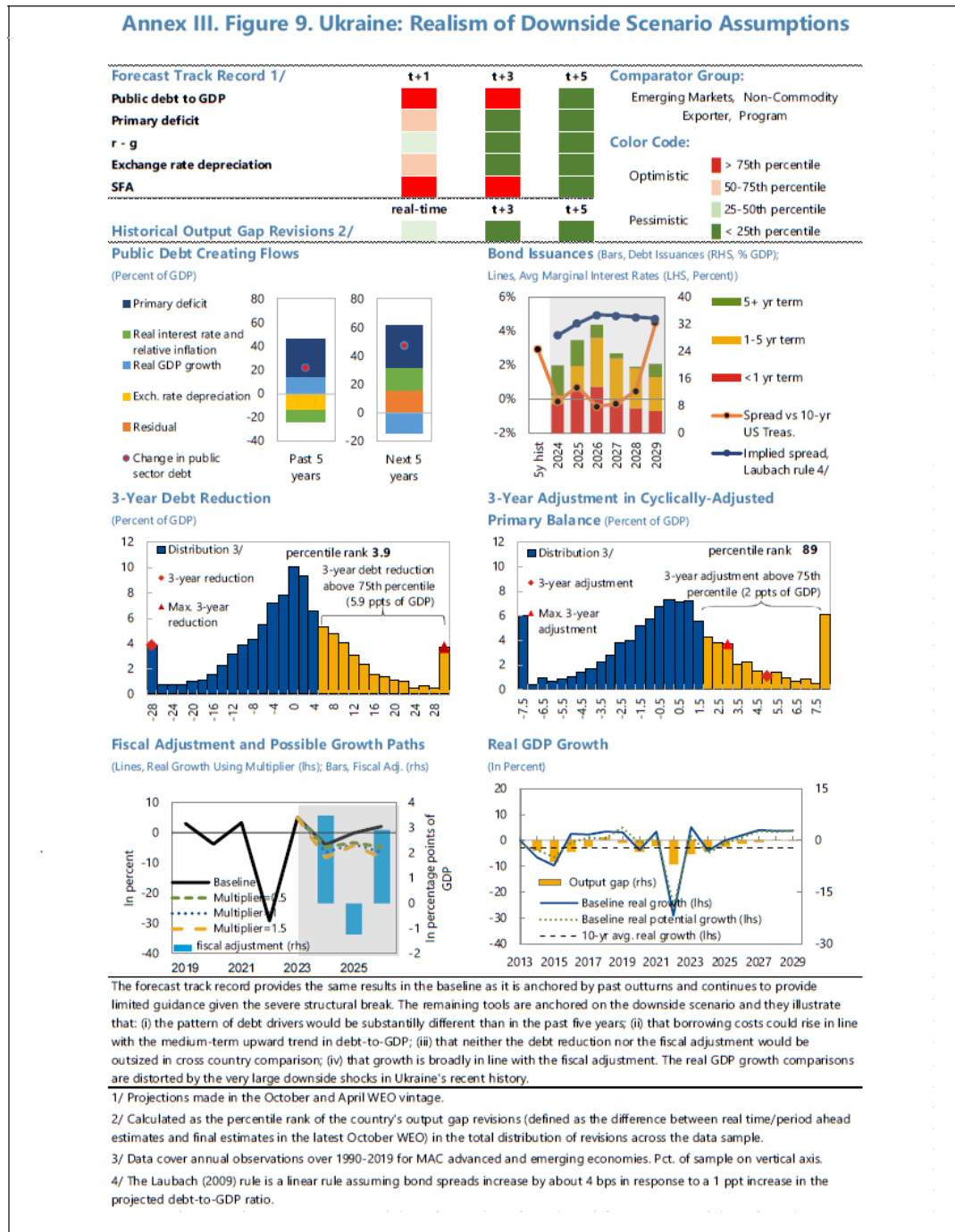
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 8 – *Негативний сценарій перед реструктуризацією.*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

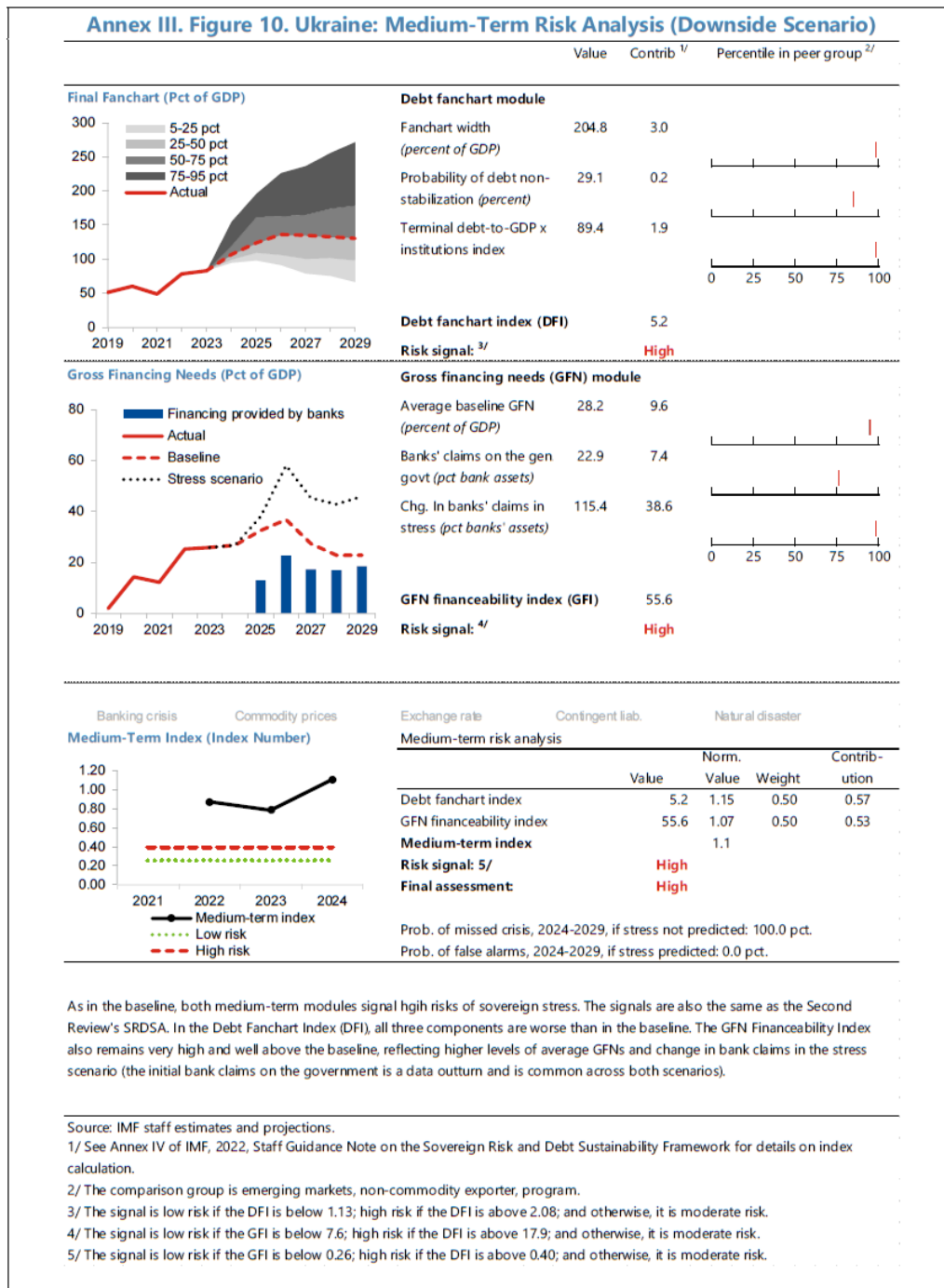
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 9 – *Реалістичність припущень негативного сценарію.*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

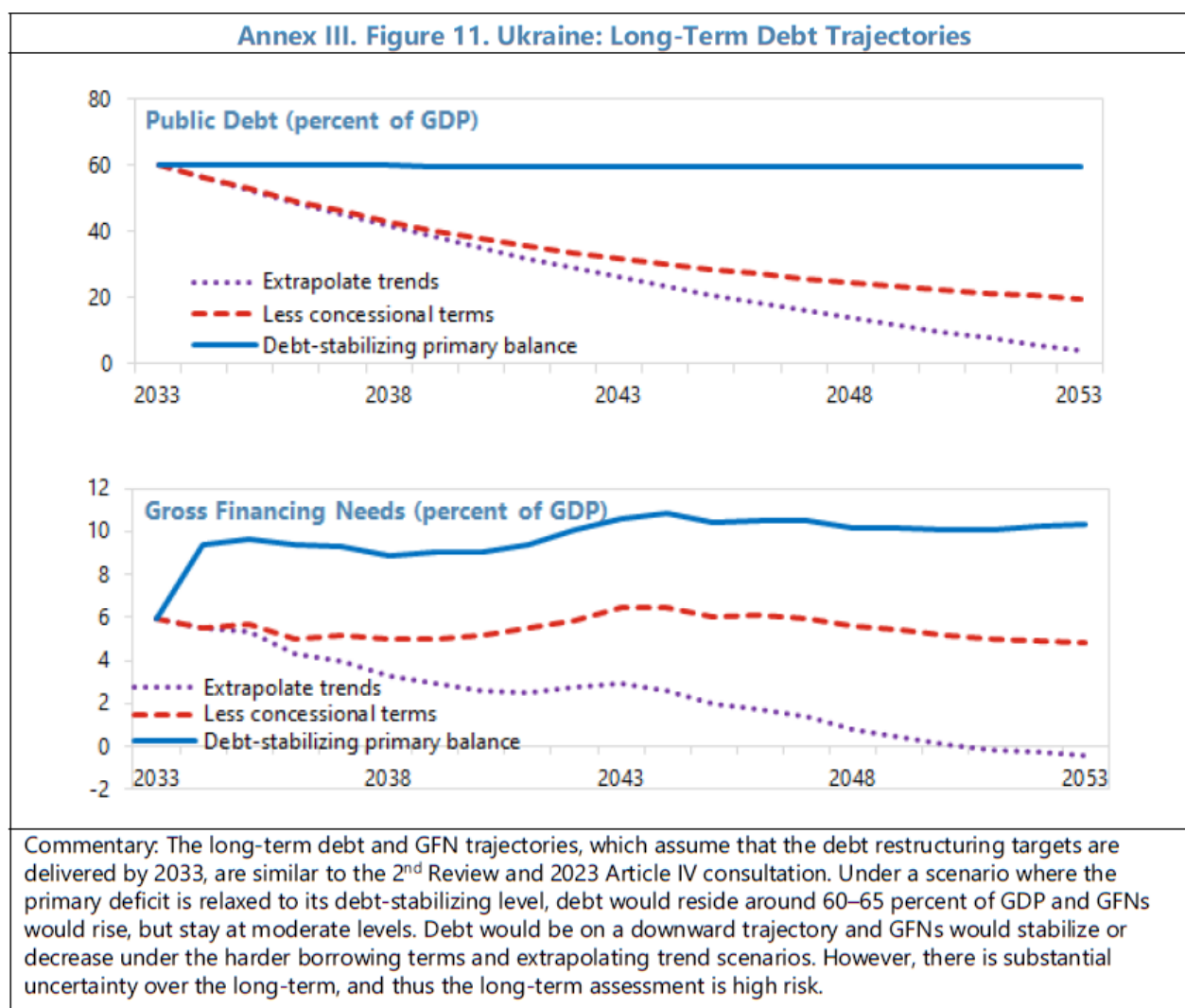
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 10 – Аналіз середньострокового ризику (негативний сценарій).



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

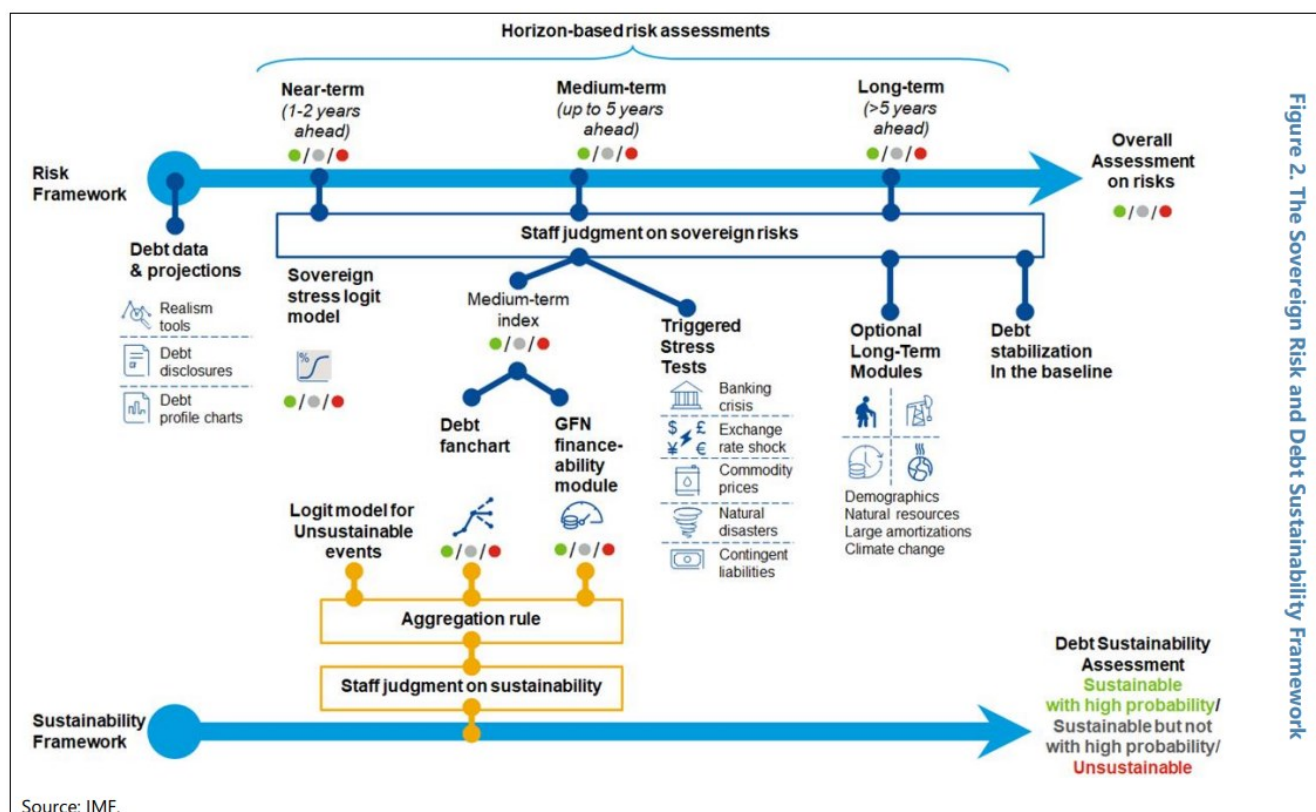
Аналітичний звіт Міжнародного Валютного Фонду щодо суверенного ризику та боргової стійкості України, виконаний на основі моделі MAC SRDSF. Частина 11 – *Траєкторії довгострокового боргу.*



Джерело: IMF. (2024). Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. Country Report No. 2024/078, 9798400270291/1934–7685.

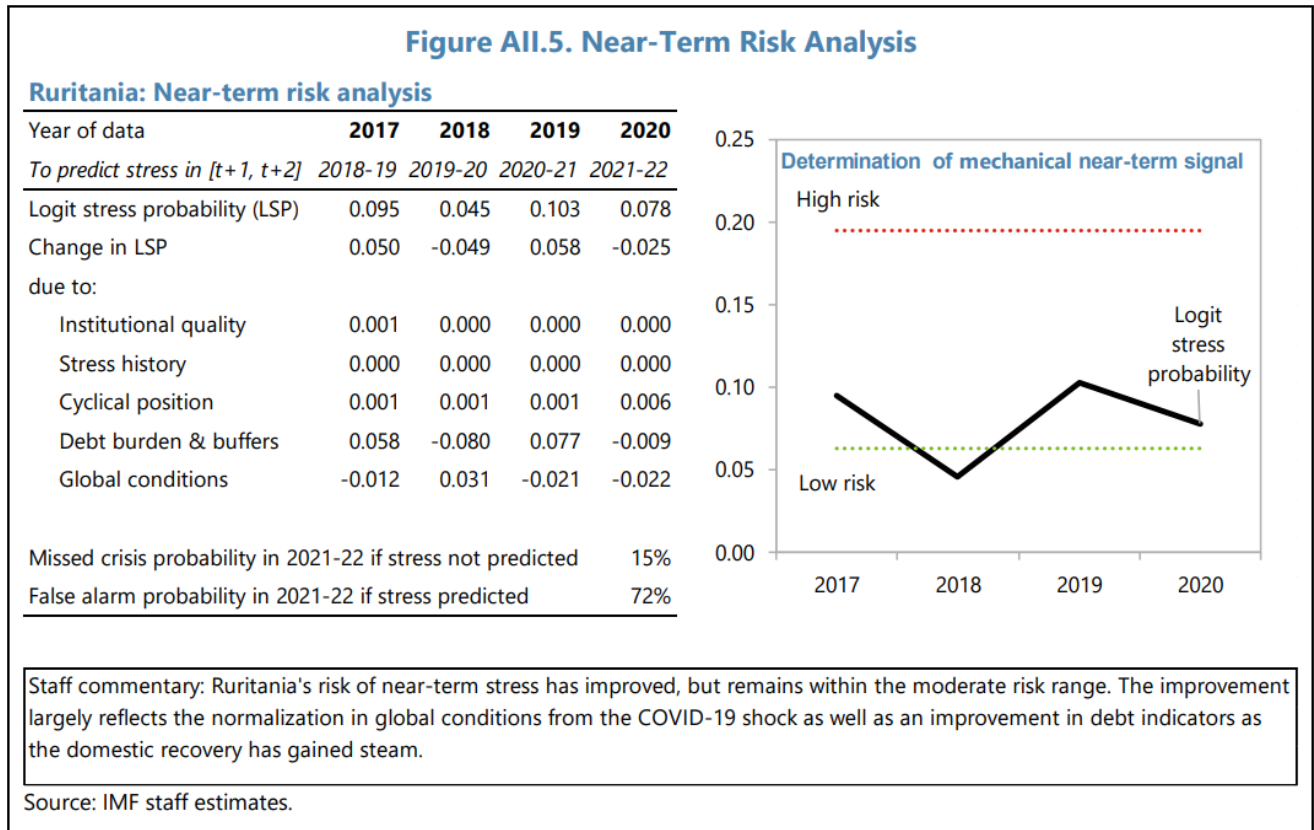
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>

Узагальнююча схема щодо концепту та методології моделі MAC SRDSF



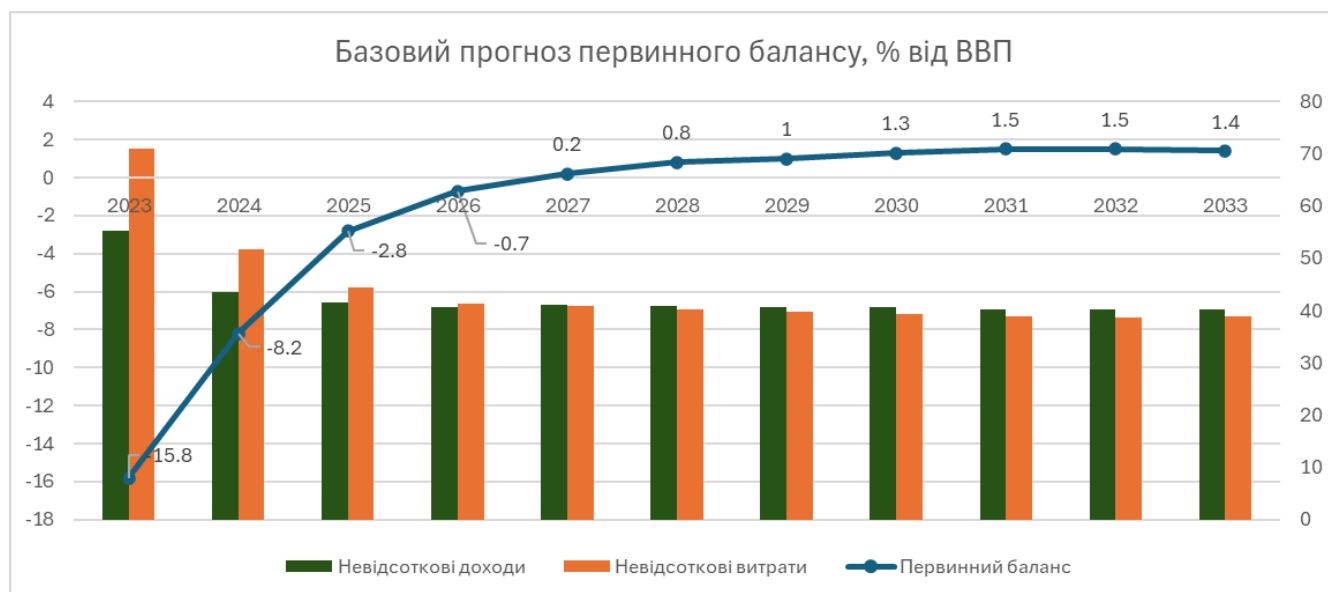
Джерело: IMF. (2022). *Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries* (9798400216862/2663-3493). <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/08/08/Staff-Guidance-Note-on-the-Sovereign-Risk-and-Debt-Sustainability-Framework-for-Market-521884>

Приклад модулю *Аналізу короткострокового ризику* з фінального звіту за моделлю MAC SRDSF. Фіктивні дані, фіктивна країна.



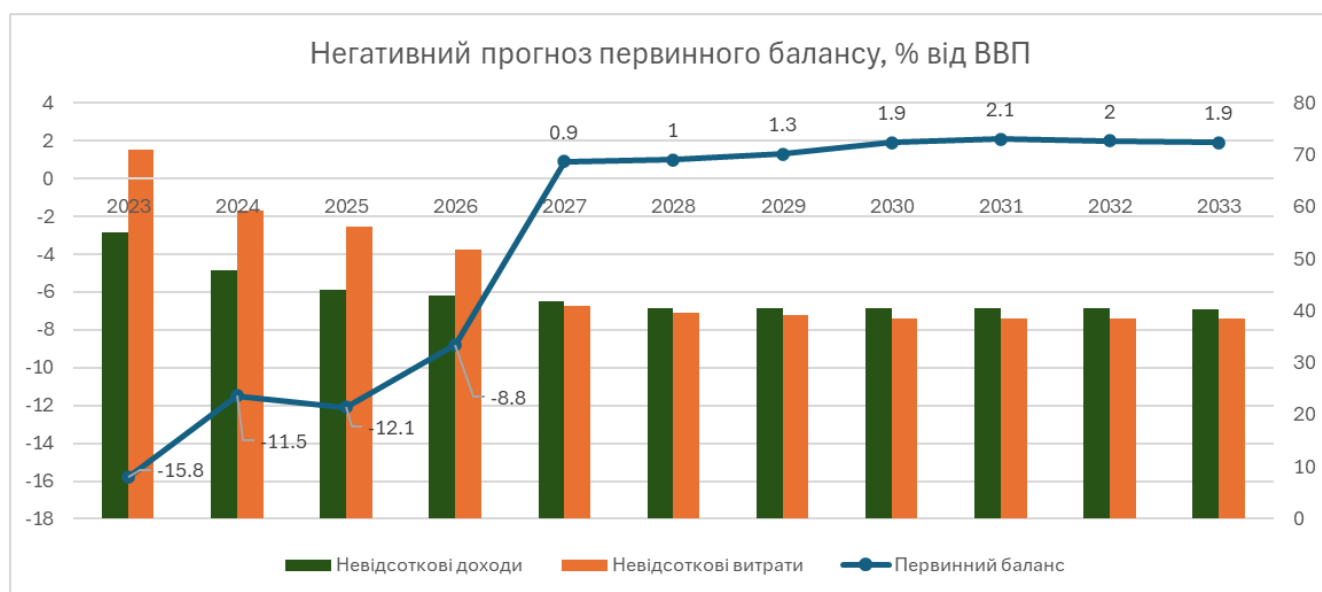
Джерело: IMF. (2022). *Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries* (9798400216862/2663-3493). <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/08/08/Staff-Guidance-Note-on-the-Sovereign-Risk-and-Debt-Sustainability-Framework-for-Market-521884>

Додаток П



Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатку Г

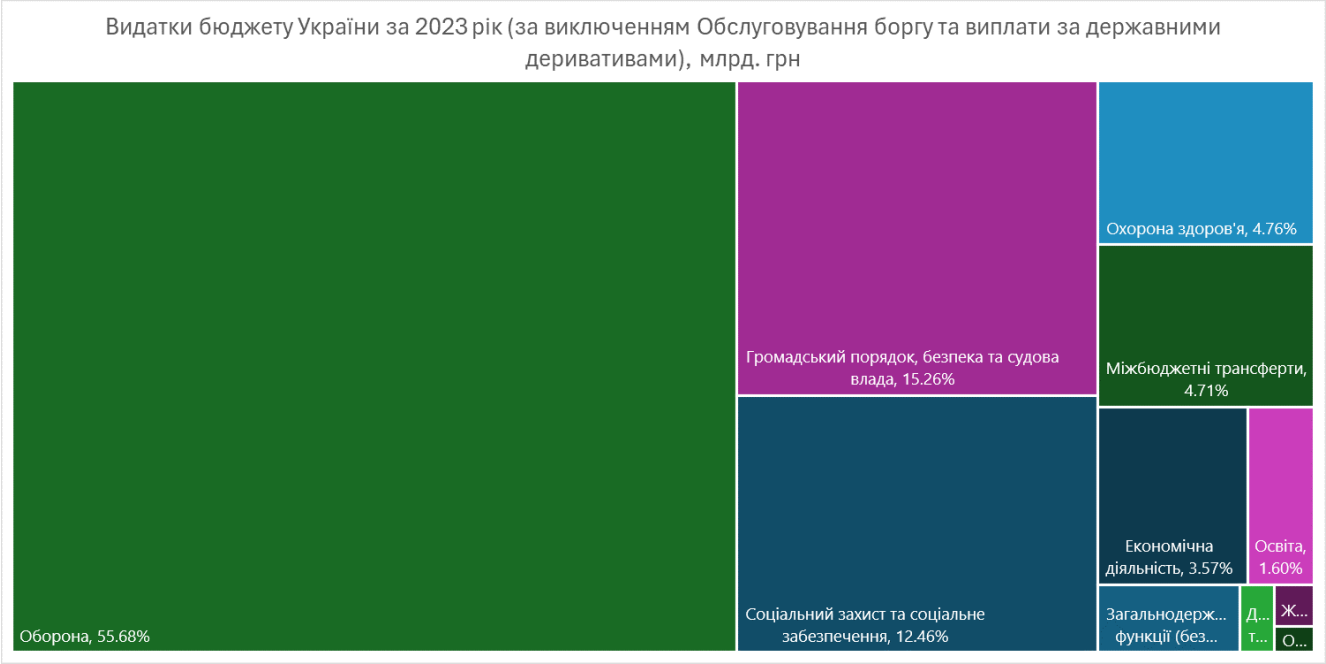
Додаток Р



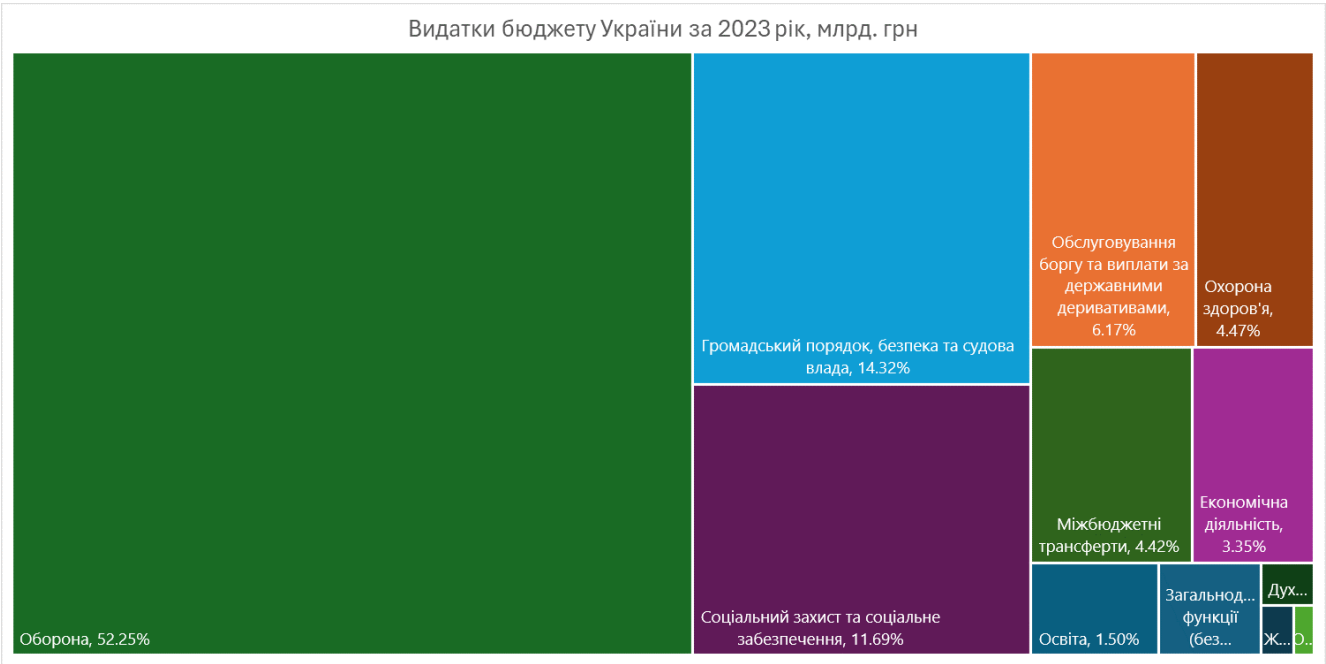
Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатку З

Структура видатків державного бюджету України за 2023 рік

за виключенням сплати відсотків (для розрахунку первинного балансу)



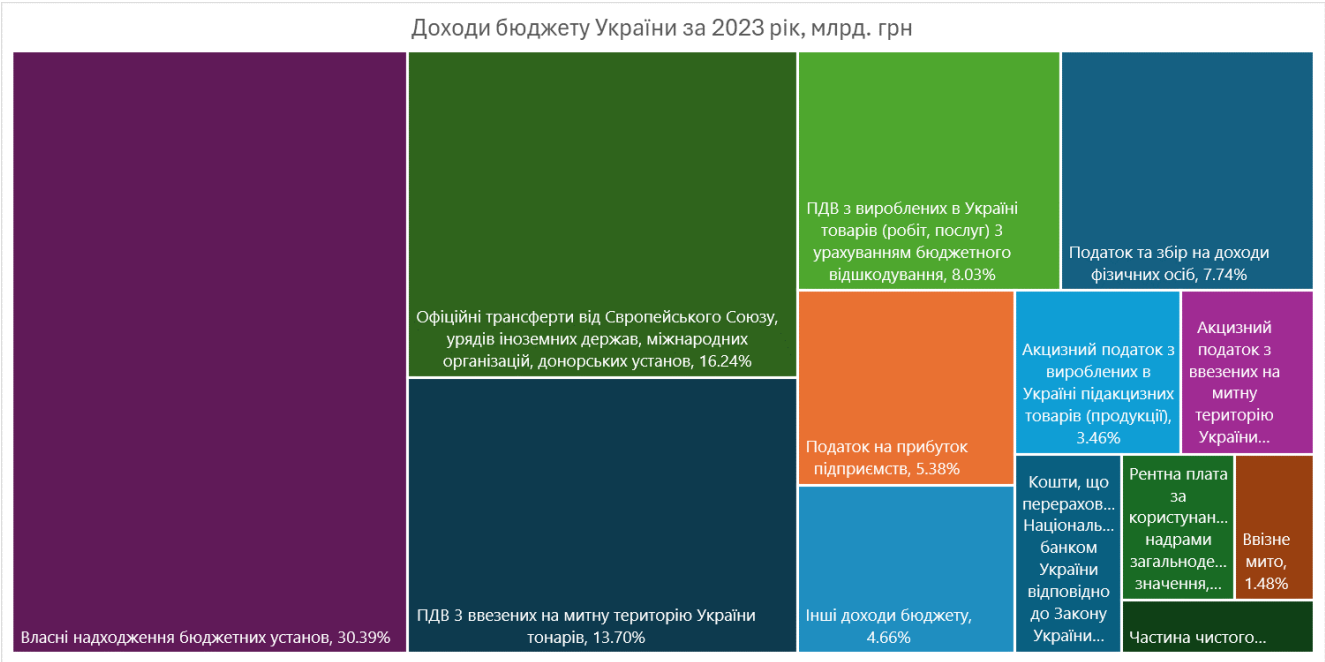
повна структура видатків бюджету включно зі сплатою відсотків



Складено самостійно за даними Міністерства Фінансів України.

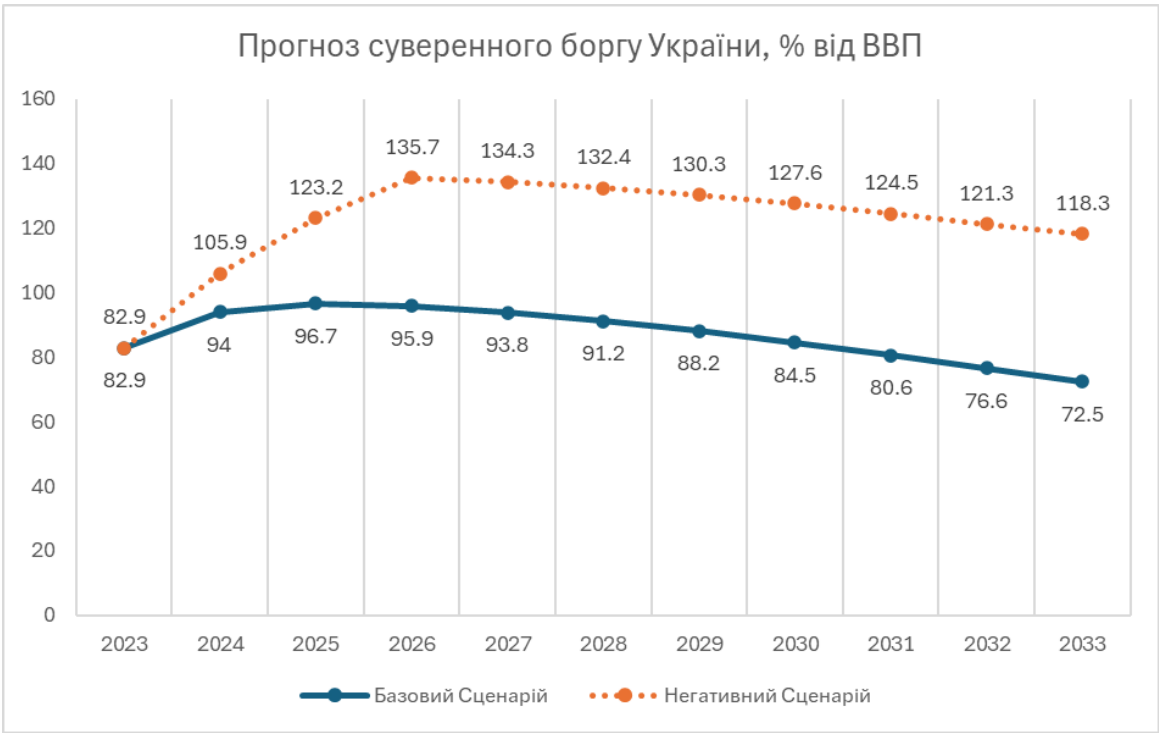
Джерело: Міністерство Фінансів України. (2024). Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2023 рік. https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582

Структура доходів державного бюджету України за 2023 рік



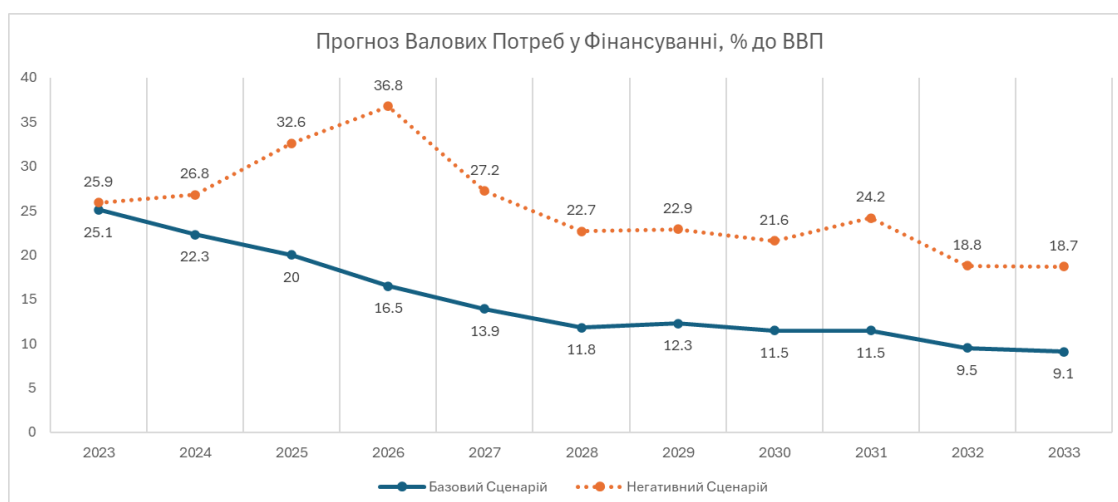
Складено самостійно за даними Міністерства Фінансів України.

Джерело: Міністерство Фінансів України. (2024). Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2023 рік. https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582



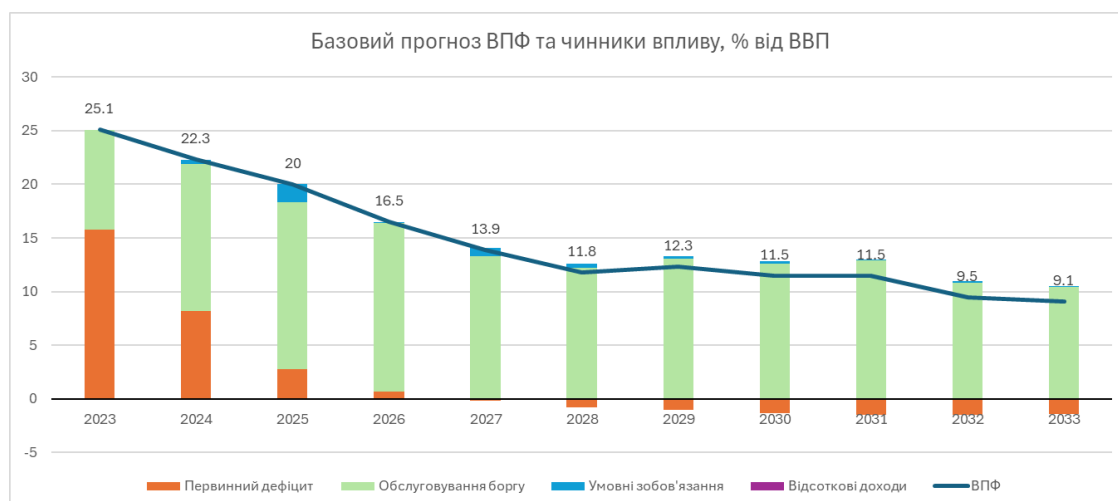
Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатках Г та З

Додаток Ф



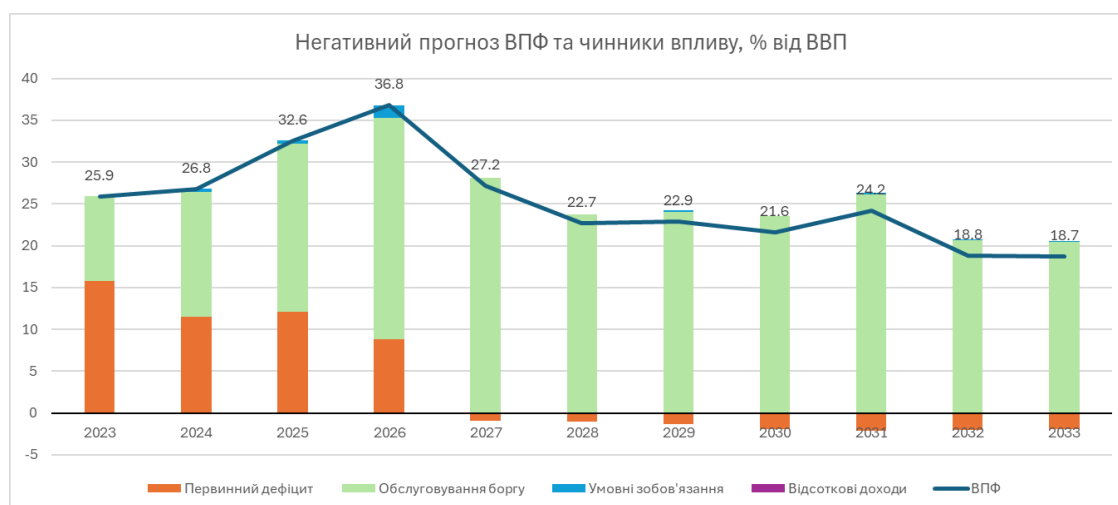
Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатках Г та З

Додаток Х



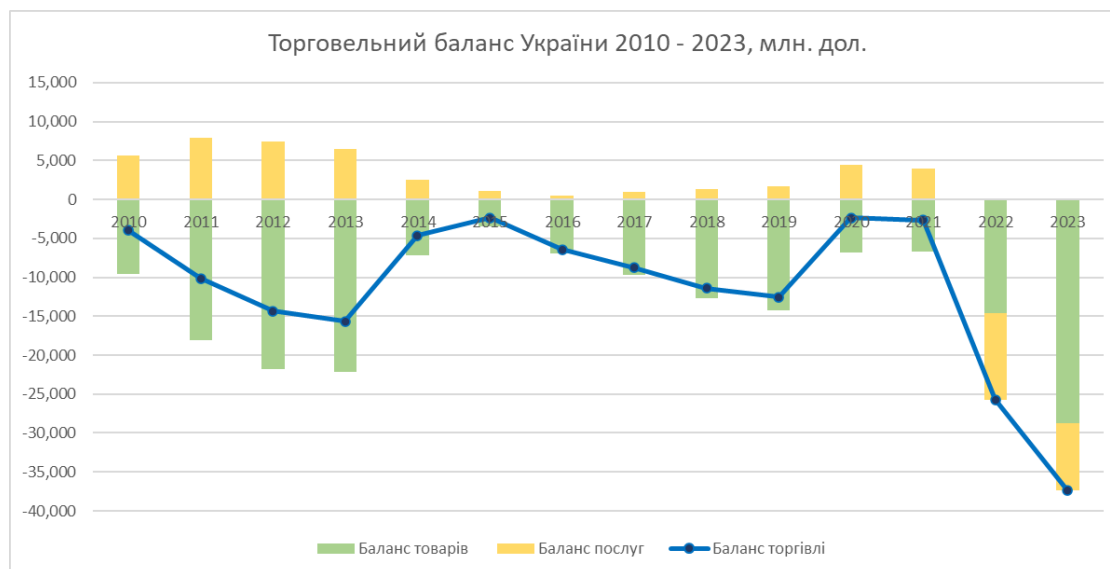
Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатку Г

Додаток Ц



Складено самостійно за даними фінального звіту, наведеними в Додатку З

Додаток III



Складено самостійно за даними Національного Банку України

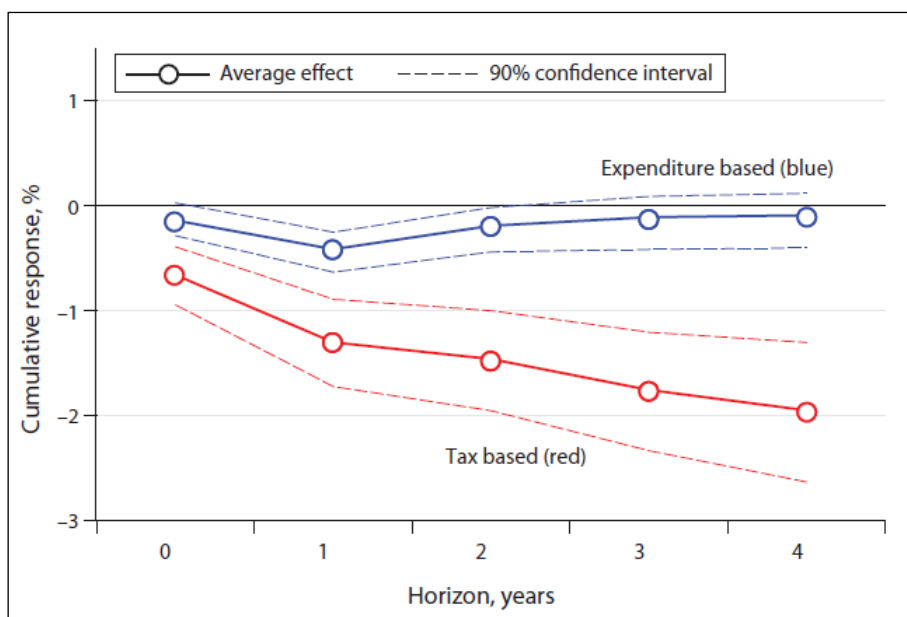
Джерело: Національний Банк України. (2024). Статистика зовнішнього сектору: Платіжний баланс України. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>

Додаток III

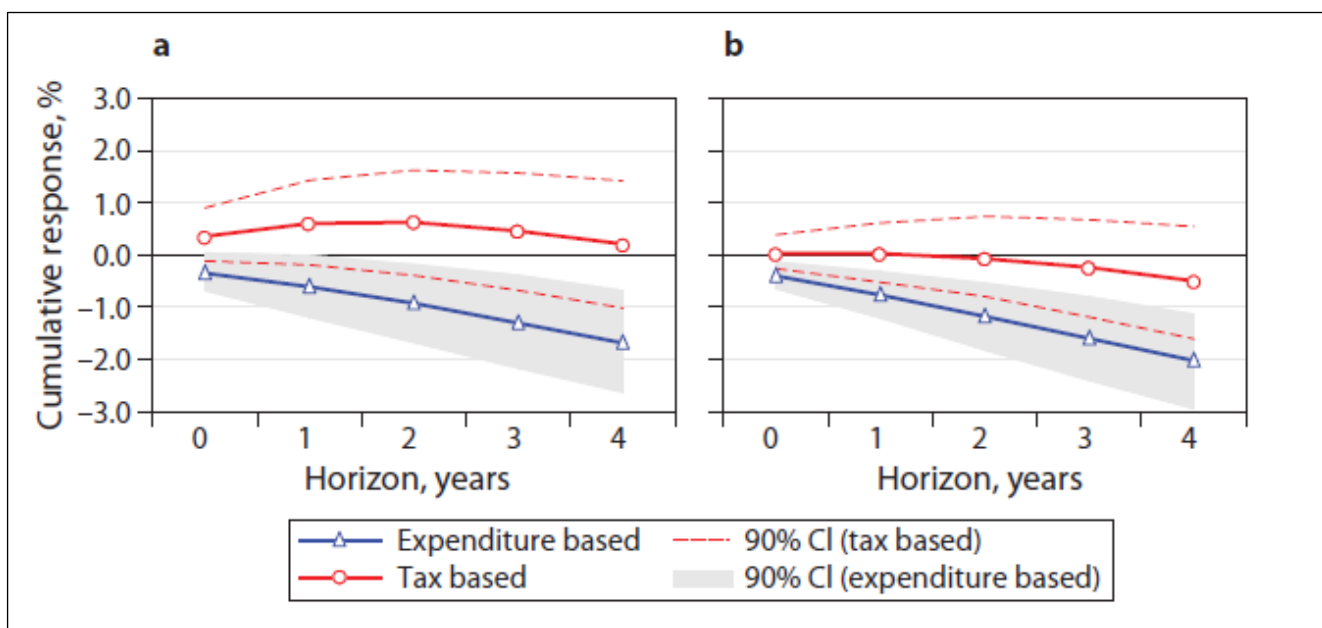


Складено самостійно за даними Національного Банку України

Джерело: Національний Банк України. (2024). Статистика зовнішнього сектору: Платіжний баланс України. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>



Зміна ВВП в результаті різних Політик Жорсткої Економії. ПЖЕ, заснована на податках – червона лінія. ПЖЕ, заснована на витратах – синя лінія.



Динаміка суверенного боргу в результаті різних Політик Жорсткої Економії. ПЖЕ, заснована на податках – червона лінія. ПЖЕ, заснована на витратах – синя лінія. Графік А – Високий борг до ВВП та висока вартість боргу. Графік Б – Низький борг до ВВП та низька вартість боргу.