

# МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

ризики та кращі  
практики



▾ Аналітичний огляд



Інститут  
аналітики  
та адвокації



МІЖНАРОДНИЙ  
ФОНД  
ВІДРОДЖЕННЯ

Після початку повномасштабного вторгнення Україна досягла угоди зі своїми зовнішніми кредиторами про тимчасове відтермінування боргових платежів до 2024 р. У подальшому було пролонговано угоду з офіційними двосторонніми кредиторами до 2027 р., проте реструктуризація приватного боргу має відбутися у 2024 р. У цьому контексті доцільно вивчити міжнародний досвід реструктуризації, щоб зрозуміти ефективні підходи до реструктуризації та використати його для вдосконалення стратегій України у цій сфері.

Аналітика стане корисною:

- органам виконавчої та законодавчої влади, які відповідають за формування та реалізацію боргової політики України;
- аналітикам та науковцям, до сфери професійних інтересів яких входять питання управління державним боргом.

→ **Автор:**

**Анна Корнилюк**  
*к. е. н., аналітикиня IAA*

→ **Внутрішній рецензент:**

**Олена Дмитренко**  
*PhD, керівниця департаменту аналітики IAA*

→ **Верстка та дизайн:**

**Катерина Кисла**  
*графічна дизайнерка IAA*

**Для цитування цього матеріалу:** Анна Корнилюк (2024): Міжнародний досвід реструктуризації державного боргу: ризики та кращі практики

*Матеріал підготовлено за підтримки Міжнародного фонду «Відродження» у межах проекту «Стойкість боргової політики: розширення можливостей відновлення, реформ і післявоєнне зростання». Матеріал відображає позицію авторів і не обов'язково збігається з позицією Міжнародного фонду «Відродження».*

# Зміст



---

Скорочення .....	4
Вступ .....	5
<b>Розділ 1. Огляд загальних підходів до реструктуризації .....</b>	<b>7</b>
1.1. Особливості реструктуризації суверенного боргу залежно від інструментів та типів кредиторів .....	9
1.2. Особливості внутрішньої реструктуризації .....	21
1.3. Час реструктуризації: превентивна та постдефолтна .....	22
<b>Розділ 2. Кейси країн, які проводять реструктуризацію у 2024 р. ....</b>	<b>26</b>
2.1 Реструктуризація внутрішнього і зовнішнього боргу Гани .....	26
2.2 Реструктуризація внутрішнього і зовнішнього боргу Шрі-Ланки .....	30
2.3 Реструктуризація зовнішнього боргу Замбії .....	34
2.4 Реструктуризація зовнішнього боргу Ефіопії .....	36
2.5 Реструктуризація зовнішнього та внутрішнього боргу Республіки Суринам .....	38
<b>Висновки для України .....</b>	<b>42</b>

---



# Скорочення



<b>АБР</b>	Африканський Банк Розвитку
<b>ВВП</b>	Валовий внутрішній продукт
<b>ЄІБ</b>	Європейський інвестиційний банк
<b>ІМФ</b>	Інститут міжнародних фінансів
<b>МАР</b>	Міжнародна асоціація розвитку
<b>МВФ</b>	Міжнародний валютний фонд
<b>МФО</b>	Міжнародна фінансова організація
<b>ОЕСР</b>	Організація економічного співробітництва та розвитку
<b>ООН</b>	Організація об'єднаних націй
<b>НІРС</b>	Highly indebted poor countries
<b>VRI</b>	Value recovery instrument





Обсяги державного боргу у світі знаходяться на високому рівні – [92,4% ВВП](#) станом на кінець 2022 р. та не демонструють помітної тенденції до зниження. Така ситуація створює серйозні загрози економічній стійкості та соціально-економічному розвитку як для найбільш вразливих країн, так і для країн з середнім рівнем доходів.

Реструктуризація боргу є основним способом полегшення боргового тягаря та оздоровлення економіки. Наразі 5 держав знаходяться у процесі реструктуризації свого державного боргу: Гана, Замбія, Ефіопія, Суринам та Шрі-Ланка, проте у найближчому майбутньому можна очікувати збільшення кількості таких країн, зокрема України, яка планує почати переговори про реструктуризацію боргу найближчим часом. У зв'язку з цим важливо вивчити та проаналізувати різні різновиди реструктуризації, щоб ідентифікувати ризики, пов'язані з кожним підходом.

Цей аналітичний огляд спрямований на дослідження та порівняння процесів реструктуризації, що проводяться різними країнами, з визначенням їхніх особливостей та наслідків для економіки. Отримані результати нададуть змогу Україні на основі вивченого міжнародного досвіду посилити ефективність стратегічних підходів до майбутньої реструктуризації.

Огляд організований наступним чином. Перша частина присвячена аналізу загальних підходів та особливостей реструктуризації державного боргу у розрізі різних напрямків, а також методологічним рекомендаціям від міжнародних інституцій. Друга частина зосереджена на аналізі кейсів країн, що перебувають у процесі реструктуризації, де детально розглянуто особливості цього процесу та виділено існуючі ризики. Нарешті, заключна частина звіту окреслює основні напрямки можливої реструктуризації для України та рекомендації, які сприятимуть ефективності цього процесу.

**Використані джерела даних.** Аналітичний огляд ґрунтується на аналізі існуючих наукових досліджень з тематики державного боргу та реструктуризації, звітів Світового Банку, МВФ, ООН та інших міжнародних організацій. Крім того, для емпіричного аналізу було використано наступні бази даних:

[1] [База даних Паризького Клубу](#) угод з країнами-позичальниками.

[2] Спільна база даних Центральних банків Канади та Англії суверенних дефолтів: [BoC–BoE Sovereign Default Database](#).

[3] База даних Світового Банку показників боргу: [International Debt Statistics \(IDS\)](#).

[4] [Датасет](#) реструктуризацій суверенного боргу авторів S. Horn, C. Reinhart, Ch. Trebesch.

[5] [Датасет](#) реструктуризацій суверенного боргу у щомісячному розрізі 1970-2020 рр. авторів T. Asonuma, Ch. Trebesch.

[6] [Датасет](#) втрат інвесторів під час реструктуризації суверенного боргу авторів J. Cruces, Ch. Trebesch.

Додатково для аналізу кейсів реструктуризацій боргу країн, крім зазначених джерел, було використано дані регуляторів цих країн, повідомлення новинних агенцій тощо.



## РОЗДІЛ 1. Огляд загальних підходів до реструктуризації



Протягом останніх років обсяг державного боргу, за яким держави перестали сплачувати, значно зріс: якщо у 2017 р. цей показник становив 268,3 млрд дол. США, то у 2022 р. він вже склав 554,2 млрд дол. США. На рис. 1 показана динаміка структури такого державного боргу у розрізі основних кредиторів.

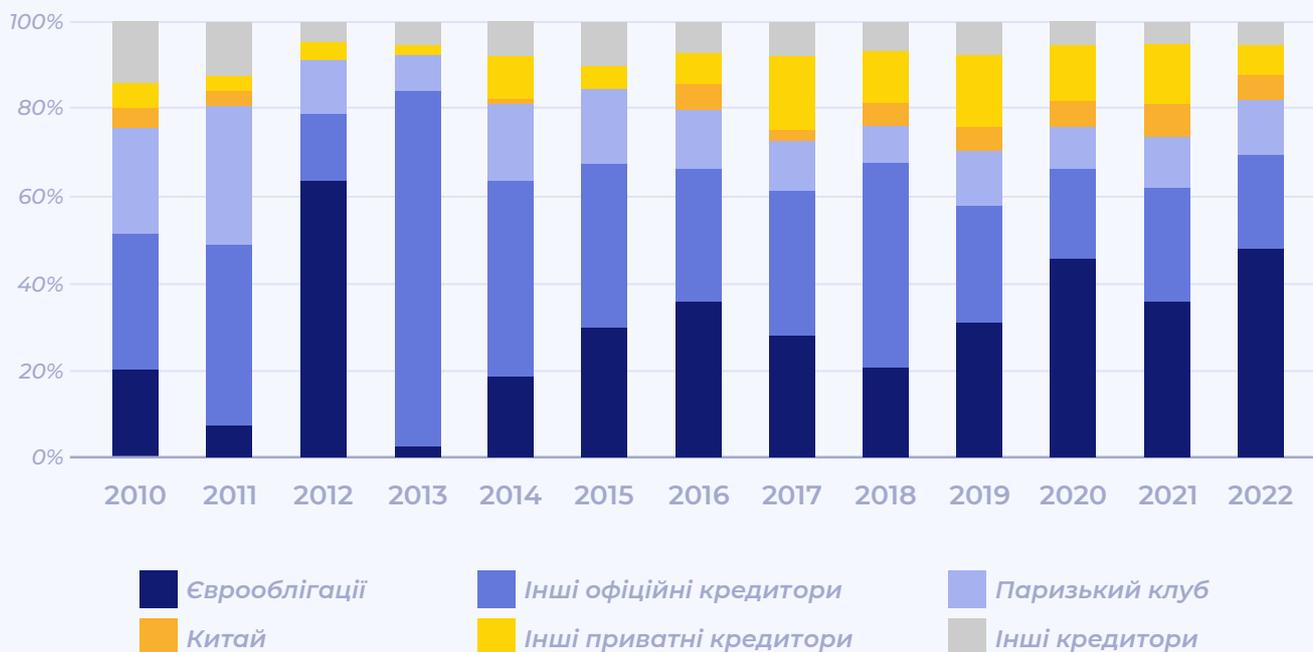


Рис. 1 Динаміка державного боргу, що зазнав дефолту у розрізі основних кредиторів.

Джерело: складено автором самостійно на основі [2] (див. Вступ).

Дані свідчать, що найчастіше держави зазнають дефолту за єврооблігаціями (і ця тенденція прискорилась, починаючи з 2019 р.) та перед іншими офіційними кредиторами, відмінними від Паризького клубу<sup>1</sup>, МФО та Китаю. Щодо останнього, його частка є суттєвою та починаючи з 2018 р. коливається у межах 5,3%-7,4%.

<sup>1</sup> Детальне пояснення типів кредиторів наведено у пункті 1.1.

**Боргова криза несе певні ризики та втрати, серед яких можна виділити наступні:**

- **Економічні** – скорочення ВВП, експортної виручки, приватного кредитування тощо;
- **Політичні** – уряди схильні не проводити реструктуризацію перед виборами для збереження рейтингів (див. кейс Шрі-Ланки), лише віддаляючи та поглиблюючи наслідки кризи;
- **Соціальні** – [вчені](#) J. Farah-Yacoub et al. (2022) дослідили вплив дефолту на соціальні чинники і дійшли висновку, що він значно впливає на показники бідності, доступу до харчування, електроенергії, охорони здоров'я.

**Основним способом виходу із боргової кризи є реструктуризація боргу.**

**Реструктуризація державного боргу** – це складний і важливий процес, який зазвичай розглядається як останній засіб розв'язання фінансових проблем країни. Цей процес вимагає виваженого розгляду усіх ризиків та можливостей, які він надає.

Власне, мінімізація негативних наслідків і є одним з головних завдань ефективної реструктуризації суверенного боргу.

Певні параметри суверенного боргу можуть нести додаткові ризики при його реструктуризації. Зокрема, [U. Das, M.Papaioannou, Ch.Trebesch \(2014\)](#) виділяють наступні фактори, які впливають на специфіку рішень Уряду проводити реструктуризацію боргів:

- **валюта боргу** – борг, номінований в іноземній валюті несе більші ризики внаслідок потенційних валютних шоків, а отже може вимагати реструктуризації (наприклад, поточна реструктуризація боргу [Ефіопії](#), яка насамперед викликана дефіцитом ліквідності в іноземній валюті);
- **наявність запозичень із плаваючою процентною ставкою** підвищує ризики збільшення боргового навантаження у разі несприятливої зміни ситуації на фінансових ринках. Наприклад, Аргентина у 1996 р. випустила облігації із плаваючою процентною ставкою (т. зв. Floating Rate Accrual Notes) з прив'язкою до кредитного рейтингу країни та строком обігу 10 років. Внаслідок кризи 2001 р. ставки облігаціями виросли з 9% до 25,4%, а у 2005 р. досягли [101%](#);

- **строк погашення боргу** – більший строк боргу зменшує ризик для ролловеру (наприклад, значну частку суверенного боргу Лівану становить короткостроковий борг, водночас нестійка економічна ситуація призвела до значного зростання вартості нових запозичень, що зрештою призвело до неможливості рефінансування боргу та боргової кризи), натомість емпіричні [дослідження](#) свідчать, що частка короткострокового зовнішнього боргу понад 30% збільшує ймовірність настання боргової кризи на 2%;
- **розгалужена структура кредиторів** може ускладнити процес переговорів про реструктуризацію (наприклад, Замбія мала значні труднощі в процесі реструктуризації приватного боргу саме через велику кількість кредиторів, іншими прикладами є реструктуризація боргу Еквадору у 2000 р. та країни Карибського басейну Домініки, для якої процес переговорів з приватними інвесторами тривав з 2003 р. до 2007 р.).

У цьому розділі ми детально розглянемо аспекти реструктуризації у контексті основних питань, які зазвичай виникають під час цього процесу:

- **Як проводити реструктуризацію?** Проаналізуємо основні особливості реструктуризації боргу перед різними кредиторами.
- **Який борг реструктуризувати?** Розглянемо особливості та ключові тренди внутрішньої та зовнішньої реструктуризації боргу, а також різних типів боргових інструментів.
- **Коли робити реструктуризацію?** У цьому контексті ми проаналізуємо наслідки превентивної та постдефолтної реструктуризації.

## 1.1. Особливості реструктуризації суверенного боргу залежно від інструментів та типів кредиторів

Реструктуризація суверенного боргу має свої особливості, які, зокрема, визначаються типом самого боргу (офіційний чи приватний) та, відповідно, типом кредиторів, серед яких основними є:

- багатосторонні офіційні кредитори;
- двосторонні офіційні кредитори;
- комерційні (приватні) кредитори, до яких належать банки та тримачі облігацій.



Крім типів кредиторів доцільно також виокремити основні інструменти реструктуризації, серед яких [L. Buchheit, Ch. DeLong et al. \(2019\)](#) виділяють наступні найбільш поширені:

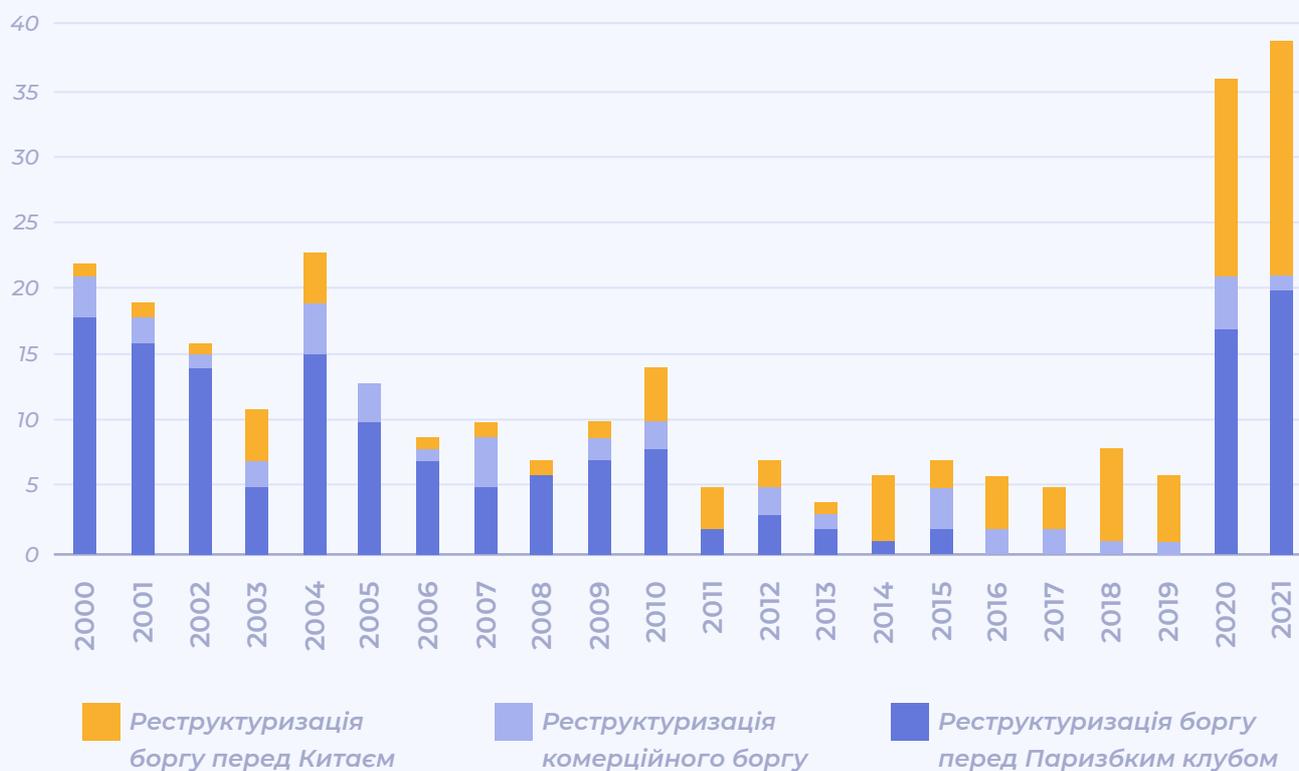
- **зміни строку погашення боргу чи сплати відсотків** (наприклад, реструктуризація єврооблігацій Мозамбіку у 2019 р. передбачала зміну строку погашення з 2023 р. до [2028-2031](#) рр.)
- **зменшення номінальної суми боргу** (так зв. haircut) (наприклад, зниження основної суми боргу за єврооблігаціями Барбадосу у 2019 р. склало [26,3%](#));
- **зниження процентної ставки** (наприклад, Ямайка у 2010 р. в процесі реструктуризації внутрішнього боргу запропонувала нові інструменти зі ставкою 12,5% порівняно з попередніми [19%](#));
- інколи також можна виділити **зворотний викуп боргів** – фінансування через офіційних кредиторів для НІРС (наприклад, Ліберія у 2009 р. здійснила викуп свого комерційного боргу з дисконтом [97%](#)).

Крім того, актуальним є механізми реструктуризації суверенного боргу із використанням таких інструментів як борг-на-клімат чи борг-на-розвиток<sup>2</sup>, які передбачають фінансування програм розвитку країною-боржником в обмін на зменшення частини її боргу. Наприклад, застосування цього інструменту дозволило Белізу скоротити свій зовнішній суверенний борг на [10% від ВВП](#) в обмін на фінансування програм захисту морського узбережжя.

---

<sup>2</sup> [Аналіз світового досвіду](#) використання боргу та пов'язаних фінансових інструментів для цілей кліматичного фінансування. ГО «Діксі Груп», 2022.





**Рис. 2. Розподіл епізодів реструктуризацій за типом кредитора у 2000-2021 рр.**

**Джерело:** складено автором самостійно на основі датасету [4] (див. Вступ)

Дані свідчать (рис. 2), що починаючи з 2011 р. скоротилась кількість реструктуризацій боргу перед двосторонніми офіційними кредиторами, втім різко зросла у 2020-2021 рр., що пояснюється високими рівнями заборгованості бідних країн. Крім того, у 2020-2021 рр. на перше місце вийшли реструктуризації заборгованості боргу перед Китаєм, враховуючи, що ця країна є найбільшим двостороннім офіційним кредитором у світі.

Розглянемо особливості реструктуризації суверенного боргу за кожним із типів кредиторів.

**Офіційні кредитори** є пріоритетним і основним джерелом фінансування для країн, що розвиваються, оскільки здатні надавати значні обсяги фінансування за більш вигідними умовами порівняно з приватними кредиторами, зокрема у формі нижчих ставок та довшого періоду фінансування.

### **Багатосторонні офіційні кредитори**

Такі інституції як МВФ, банки розвитку (наприклад, Група Світового банку, Африканський банк розвитку) є важливим елементом підтримки економічного розвитку багатьох країн, а також надають фінансування навіть після того, як країни допустили дефолт перед приватними кредиторами та в процесі реструктуризації боргу.

Зазначимо, що **традиційно борг перед багатосторонніми офіційними кредиторами не включається до реструктуризації**. [Вважається](#), що реструктуризація такого боргу негативно вплине на фінансовий стан цих організацій, а отже зробить пільгове фінансування дорожчим для країн-позичальників.

Проте останнім часом йдуть [дебати](#) щодо зміни цих підходів, що зокрема викликано значним рівнем заборгованості країн з низьким рівнем доходу.

Слід зазначити, що для бідних країн з високим рівнем заборгованості, які відповідають певним критеріям щодо рівня витрат на обслуговування боргу, доходу на душу населення тощо у 1995 р. була запроваджена Ініціатива [НІРС](#), яка згодом була розширена Ініціативою списання багатостороннього офіційного боргу ([Multilateral Debt Relief Initiative](#)), яка передбачає списання 100% боргів перед МВФ, Міжнародною Асоціацією розвитку (група Світового банку) та Африканським фондом розвитку. Наразі ці ініціативи розповсюджуються на [37 країн](#), 31 з яких з Африки, зокрема Замбія, Нігер, Гана та інші.

**Двосторонні офіційні кредитори** – країни, що напряду надають позики іншим країнам на цілі технічної допомоги, розвитку торгівлі, підтримку під час криз тощо.

Важливим інституційним майданчиком для реструктуризації двостороннього боргу є Паризький клуб – неформальне об'єднання країн-кредиторів, до якого наразі входять 22 країни-постійні члени та 14 ad hoc членів. За час свого існування з 1956 р. обсяг боргу, що розглядається в рамках Клубу становить [614 млрд дол. США](#), було досягнуто 428 угод з 102 країнами.

Станом на кінець 2022 р. обсяг вимог Паризького клубу становить [324 296](#) млн дол. США, серед яких найбільша заборгованість у Греції та Індії – 46 240 млн дол. США та 31 224 млн дол. США відповідно.

Більшість реструктуризацій проходить відповідно до тих чи інших наборів умов, опис яких представлений у таблиці 1.



**Таблиця 1. Порівняльна характеристика умов реструктуризації суверенного боргу Паризьким клубом.**

Назва	Особливості	Критерії	Скільки країн скористалися	Опис
<b>Класичні умови</b>	Стандартні умови	Необхідність програми МВФ	61 (серед них Суринам 2022, Гренада 2006, 2012, Україна 2001 та ін.)	Кредити rescheduling за відповідною ринковою ставкою <sup>3</sup> , з термінами погашення, що визначаються на індивідуальній основі.
<b>Х'юстонські умови</b>	для країн з високим рівнем заборгованості та доходом нижче середнього	Відповідність критеріям (крім необхідності програми МВФ) встановлюється на індивідуальній основі, проте як мінімум країна повинна відповідати двом з трьох наступним критеріям: 1) низький рівень доходу (ВВП на душу населення) 2) високі показники заборгованості <sup>4</sup> 3) обсяг офіційного двостороннього боргу становить мінімум 150% приватного боргу	21 (наприклад, Молдова, Грузія, Кенія, Еквадор та ін.)	Погашення неОДР <sup>5</sup> позик продовжується до 15 років чи більше, ОДР позики продовжуються до 20 років з максимальною 10-річною відстрочкою.  ОДР позики відтермінуються за пільговою ставкою. Боргові свопи можуть застосовуватись на двосторонній чи добровільній основі; до неОДР позик застосовується відповідна ринкова ставка, період відтермінування становить 2-3 роки.  до ОДР позик застосовується як мінімум така ж, як і за первинним кредитом. Реструктуризація як правило, призводить до зменшення чистої приведеної вартості боргу, оскільки першопочаткова пільгова ставка нижча за відповідну ринкову ставку.  Свопові операції можуть застосовуватись до ОДР без обмежень по сумі та до 20% або 15-30 млн СПЗ для неОДР кредитів.

<sup>3</sup> Відсоткова ставка, визначена у двосторонніх угодах, що імплементують Протокол Паризького клубу, на основі стандартних відсоткових ставок у відповідній валюті, плюс комісія за управління. Ця ставка може бути фіксованою або змінною і не включає премію за ризик країни.

<sup>4</sup> Визначається як відповідність 2 з 3 критеріїв: 1) борг до ВВП вище 50%, 2) борг до експорту вище 275%, 3) планове обслуговування боргу вище експорту на 30%

<sup>5</sup> "Офіційна допомога розвитку" (ОДР) визначається ОЕСР як кредити з низькою відсотковою ставкою, спрямовані на розвиток.

### Неапольські умови

для бідних країн з високим рівнем заборгованості

Відповідність критеріям встановлюється на індивідуальній основі, якими, серед іншого є: високий рівень боргового навантаження, низький ВВП на душу населення та спроможність отримувати фінансування лише в рамках IDA фінансування від Світового Банку

33 країни (наприклад, Того, Афганістан, Конго)

НеОДР кредити можуть бути списані на 67% двома шляхами:

- скорочення обсягу боргу - 67% відсотків боргу списується, решта виплачується за відповідною ринковою ставкою з прогресуючими платежами відповідно до [графіка](#) (23 роки погашення з 6-річним відтермінуванням);
  - скорочення обслуговування боргу - борг обслуговується за зниженою відсотковою ставкою протягом 33 років з прогресуючими платежами відповідно до [графіка](#)
- Існують інші опції, які використовуються рідше: капіталізація відсотків за мораторієм та комерційний варіант

ОДР кредити обслуговуються за ставкою, яка як мінімум така ж сприятлива, як і за первинним кредитом протягом 40 років з 16-річним відтермінуванням за [графіком](#) з прогресуючими платежами.

Параметри боргових свопів ідентичні Х'юстонським вимогам.

### Кельнські умови

для країн, які мають право на участь в ініціативі НІРС

Мають відповідати критеріям Неапольських умов та:

- 1) мати високу репутацію у Паризькому клубі
- 2) відповідати критеріям участі в ініціативі НІРС, що визнано радами МВФ та Світового банку

38 країн (наприклад, Судан, Сомалі, Гвінея)

Списання 90% боргу Для неОДР кредитів застосовується опція скорочення обсягу боргу (аналогічна до Неапольських вимог).

Для ОДР кредитів застосовуються умови, аналогічні Неапольським у цій частині.

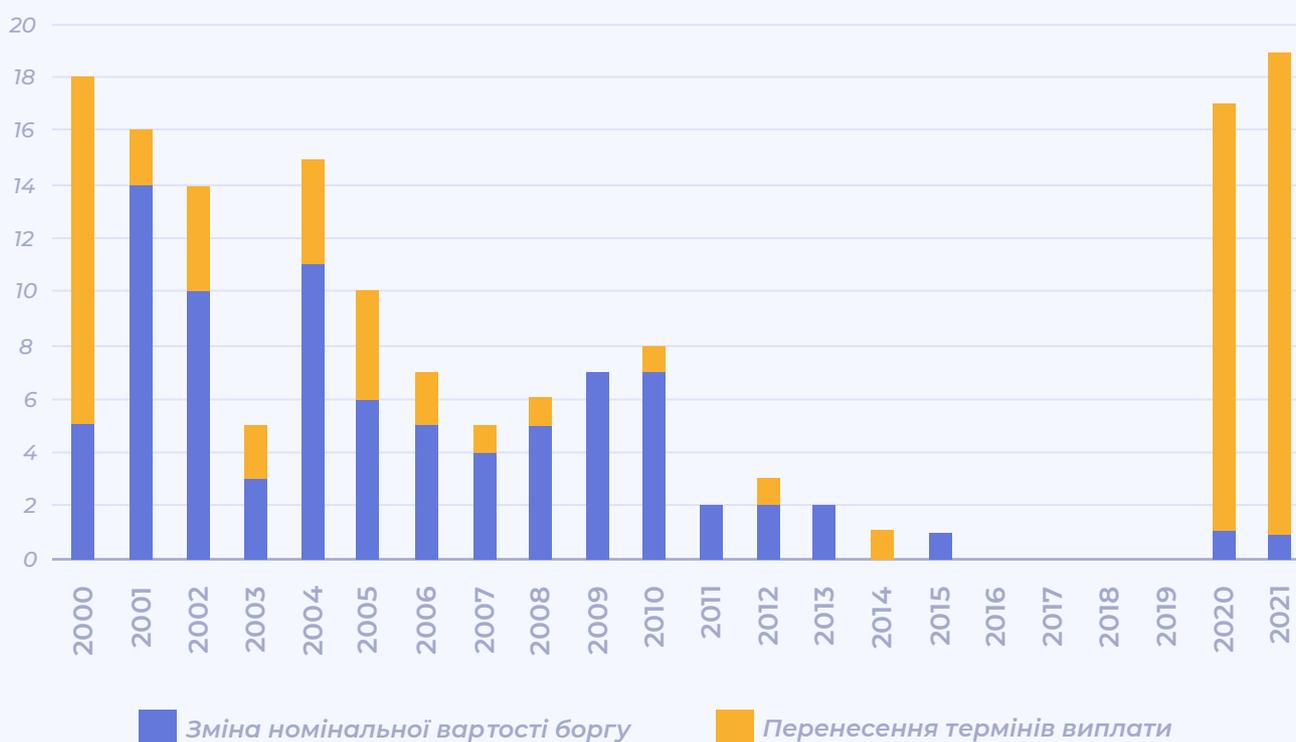
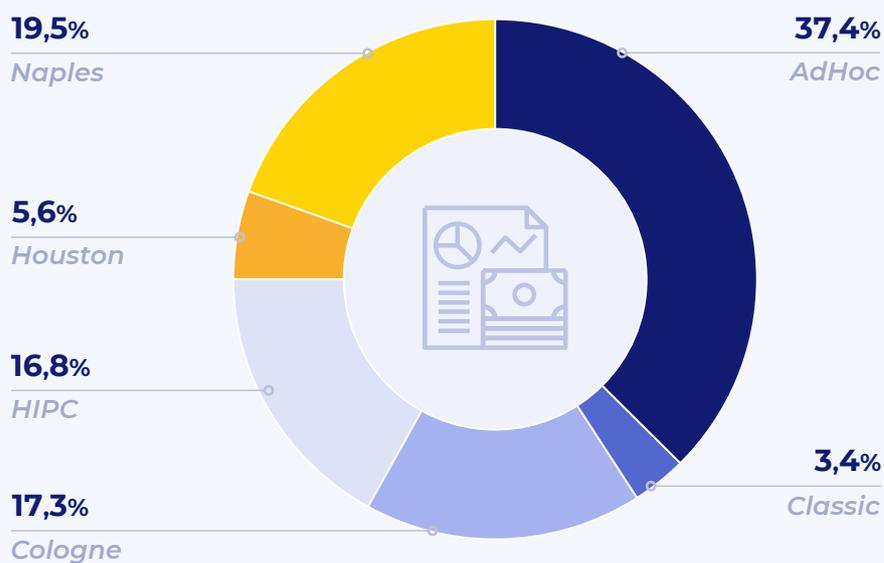
До свопів умови аналогічні Х'юстонським.

**Джерело:** складено автором на основі даних [Паризького клубу](#)

Статистика свідчить (рис. 3), що більшість активних угод наразі здійснюється за AdHoc критеріями (тобто такими, які передбачають індивідуальні набори вимог до країни) та в рамках НІРС-ініціативи.

**Рис. 3**  
Розподіл активних угод Паризького клубу відповідно до умов реструктуризації

Джерело:  
складено автором самостійно на основі даних [Паризького клубу](#)



**Рис. 4** Розподіл реструктуризацій боргу перед Паризьким клубом за інструментом

Джерело: складено автором самостійно на основі датасету [4] (див. Вступ)

Дані свідчать про зміну тенденції у реструктуризації офіційного двостороннього боргу (Паризький клуб): якщо до 2015 р. перевага надавалася зменшенню основної суми боргу, то вже у 2020-2021 рр. основна частина реструктуризацій проводилась лише з *подовженням строків виплати боргу, а не його зменшення*. Бачимо, що ця тенденція, хоча і менш помітна, також характерна і для приватного боргу (див. рис. 5).

**Комерційні (приватні) кредитори** – це досить широка і неоднорідна група кредиторів, до якої можуть входити: банки, власники облігацій, торгові кредитори та фізичні особи.

Найчастіше країна-боржник взаємодіє з банками у рамках реструктуризації комерційних кредитів та інвесторами в облігації зовнішньої державної позики (єврооблігації).

Реструктуризація заборгованості перед банками найчастіше проходить в рамках Лондонського клубу – неформального об'єднання банків-кредиторів, яке на відміну від Паризького клубу, не має постійно діючих комітетів та формального мандату. Тому термін використовується для позначення спеціально створених комітетів приватних кредиторів та країни-боржника. При цьому можуть бути створені спеціальний Банківський консультативний комітет та Кредитний комітет.

Крім того, важливим інструментом реструктуризації заборгованості перед банками був План Брейді, який передбачав заміщення такої заборгованості випущеними суверенними облігаціями.

### **Брейді облігації**

Облігації Брейді (названі на честь Ніколаса Брейді, тодішнього міністра фінансів США) були довгостроковими цінними паперами, випущеними переважно латиноамериканськими країнами, що розвиваються, наприкінці 1980-х - на початку 1990-х років для подолання їхньої боргової кризи.

Ці облігації з терміном погашення до 30 років були забезпечені облігаціями Казначейства США. Ініціатива мала на меті надати країнам з великою заборгованістю доступ до міжнародних ринків і відновити їхню фінансову стабільність.

[Das, U. S., Papaioannou, M. G., & Trebesch, C. \(2014\)](#) виділяють наступні основні способи реструктуризації в рамках цього Плану:

- дисконтні облігації зі зниженою номінальною вартістю, класичні довгострокові облігації з нижчими (порівняно з ринком) ставками, але без зниження номінальної вартості. Банки також могли повторно інвестувати у боргові інструменти країни-боржника за вигідними умовами (короткі строки або вищі ставки);

- часткова капіталізація простроченої заборгованості, яка була конвертована у короткострокові облігації з плаваючою ставкою;
- зворотній викуп облігацій за готівку;
- обмін за номіналом – дострокове погашення основної суми боргу та 9-12% відсоткових платежів, що залишилися.

Відповідно до Плану Брейді реструктуризацію боргу здійснило 17 країн у період з 1990 р. по 1998 р.

Емпіричне дослідження [Shenai, Neil and Marijn A. Bolhuis \(2023\)](#) свідчить, що План Брейді дозволив країнам досягти низки позитивних ефектів, включно зі швидшими темпами росту, розширенням бази інвесторів (крім комерційних банків інвесторами також стали інституційні інвестори, що дало змогу підвищити ліквідність цінних паперів), проведення структурних реформ, які були однією з умов Плану. Крім того, позитивний вплив відчули і банки, які брали участь в угоді – їх капіталізація зростає в середньому на 35% згідно з дослідженням [Arslanalp & Henry \(2005\)](#).



**Рис. 5 Розподіл реструктуризацій зовнішнього боргу перед приватними кредиторами за інструментом**

**Джерело:** складено автором самостійно на основі датасету [4] (див. Вступ).

[C. Graf von Luckner, J. Meyer et al.](#) (2023) проаналізували понад 300 реструктуризацій приватного зовнішнього боргу, які включали зменшення основної суми боргу та виділили особливості таких реструктуризацій, серед яких:

- 1 Існування великої неоднорідності у розмірах зменшення номінальної суми боргу.
- 2 Серійні реструктуризації є поширеними, особливо в останні десятиліття.
- 3 Зменшення номінальної суми боргу є більшим після циклу різкого зростання боргу та для країн з низькими доходами.
- 4 Реструктуризація облігацій, що випущені вперше, також характеризується суттєвішим зменшенням номінальної суми боргу.
- 5 Тривалі боргові кризи, значне падіння виробництва є чинниками, які призводять до значного скорочення основної суми боргу.

Таким чином, врахування особливостей реструктуризації за кожним типом кредитора та поточних тенденцій дозволяє досягти більш ефективних результатів у рамках цього процесу. Проте існує також набір загальних рекомендацій, дотримання яких спрощує переговори з кредиторами.

Зокрема Інститут міжнародних фінансів, організація, яка налічує 400 провідних фінансових [гравців](#) (включаючи національні банки, інвестиційні фонди, комерційні банки, страхові компанії тощо) розробив перелік принципів [справедливої реструктуризації боргів](#), які є добровільними для слідування за участі країн, що розвиваються та їх офіційних та приватних кредиторів під егідою МВФ, ці принципи також були підтримані G20.

### **Наводимо основні принципи справедливої реструктуризації станом на квітень 2022 р.:**

- *Своєчасне розкриття інформації та прозорість.*

Загальна практика розкриття інформації: країна-боржник має своєчасно розкривати всю релевантну інформацію для того, щоб кредитори могли оцінити фінансовий стан країни, перспективи її розвитку тощо. Крім того, інформація має бути однаково доступною як для приватних, так і для офіційних кредиторів. Особливі практики розкриття інформації: боржник має своєчасно повідомити кредиторів про 1) параметри боргу (ставки, строки, тримачів боргу) та можливі способи реструктуризації; 2) ключові моменти, включаючи припущення та сцена-

рії економічної політики. Крім того, кредитори мають бути поінформовані про досягнуті домовленості з міжнародними інституціями, що беруть участь у процесі реструктуризації.

→ *Тісний діалог і співпраця між боржниками та кредиторами для підвищення боргової стійкості.*

Налагодження та підтримка регулярності зустрічей між боржником та кредитором. Застосування кращих практик відносин з інвесторами, включаючи налагодження різних каналів зв'язку, своєчасне розкриття інформації, моніторинг та усунення проблем комунікації.

→ *Впровадження раціональної фіскальної та фінансової політики для макро-економічної стабілізації та підтримки стійкості боргу.*

У рамках роботи комітету зв'язків з інвесторами, боржник повинен проводити консультації щодо альтернативних ринкових підходів вирішення проблеми погашення та обслуговування боргу до того, як реструктуризація стала неминучою, а також безпосередньо в її процесі.

→ *Справедливе ставлення (Fair Treatment) містить наступні блоки:*

- Пошук **справедливого способу реструктуризації** для усіх кредиторів. Жоден з інвесторів не має бути виключений з процесу переговорів ex ante, країна-боржник має прагнути до справедливого розподілу тягаря втрат від реструктуризації серед усіх інвесторів.
- **Статус привілейованого кредитора**, який зазвичай отримують МВФ та банки розвитку на тій підставі, що вони продовжують надавати пільгове фінансування навіть під час кризи, чого зазвичай не роблять приватні кредитори. Проте прозорість (зокрема обсяги боргу, що не підлягає реструктуризації та обсяги наданого пільгового фінансування) є важливою складовою реструктуризації.
- Важливою складовою цього принципу також є **методологія оцінки боргу** (ставка дисконтування, спосіб підрахунку чистої приведеної вартості).
- **Справедливість голосування** передбачає, що у ситуації, коли держава-боржник викупила та володіє своїми борговими інструментами, вона не повинна голосувати за той чи інший спосіб реструктуризації і таким чином впливати на остаточний результат.

Крім того, востаннє десятиліття відбулися розвиток існуючих та поява нових підходів у сфері реструктуризації суверенного боргу, зокрема слід виділити наступні.

**Удосконалення застережень про колективні дії** (Collective action clauses) у 2014 р. - інструменту, який дозволяє кращу координацію кредиторів та покликаний розв'язати проблему їх неучасті у переговорах. Раніше пропозиції про реструктуризацію боргу потрібно було надавати інвесторам кожної серії облігацій окремо, причому необхідно було зібрати 75% голосів інвесторів кожної серії. Це значно ускладнювало та подовжувало процес. Натомість удосконалений механізм передбачає одну уніфіковану пропозицію для всіх інвесторів незалежно від кількості серій облігацій, з умовою досягнення 75% голосів усіх інвесторів. За [статистикою](#), з 77 країн, що здійснили випуск суверенних облігацій з 2014 р. По 2018 р. 58 країн (75%) включили до контрактів удосконалені САС, зокрема Україна, Замбія, Колумбія та інші. Дослідження, проведене [К. Chung та М. G. Papaioannou \(2020\)](#) засвідчило, що **застосування вдосконалених САС знижує вартість запозичень для країн-позичальників.**

У відповідь на Covid-кризу країни G20 у травні 2020 р. представили короткострокову **Ініціативу з призупинення виплат за боргом**<sup>6</sup> (DSSI) для країн з низьким рівнем доходу. Механізм розповсюджувався на всіх двосторонніх офіційних кредиторів, а також було запропоновано долучитись приватним кредиторам, які, втім, цього не зробили. Країни, які взяли участь в ініціативі, отримали відстрочку сплати як основної суми боргу, так і відсоткових платежів, а новий графік погашення передбачав однорічний пільговий період та чотирирічний строк погашення. Вивільнені фінансові ресурси країни зобов'язувались спрямувати на зусилля по боротьбі з наслідками кризи, детальний [огляд](#) напрямів витрат здійснили фахівці МВФ та Світового банку. Зазначимо, що участь в Ініціативі прийняли 48 країн з 73 можливих, а їх обсяг відстроченого боргу склав майже 13 млрд дол. США.

З огляду на короткостроковий характер механізму DSSI, дія якого закінчилася у грудні 2020 р., країни G20 запровадили Спільну рамку для врегулювання боргових зобов'язань після завершення DSSI<sup>7</sup> (далі Common Framework), основною метою якої було запровадження механізму кращої координації реструктуризації боргу двосторонніх офіційних та приватних кредиторів, у тому числі через залучення країн, які не входять до Паризького клубу (Китай, Індія, Саудівська Аравія тощо). Першою країною, яка скористалася цією ініціативою в рамках реструктуризації суверенного боргу став Чад. Наразі реструктуризації в рамках цього механізму також проходять Замбія, Ефіопія та Гана (див. кейси країн). Втім, досвід цих свідчить, що механізм, на жаль, не забезпечив ефективної координації кредиторів та швидкого процесу реструктуризації суверенного боргу.

---

<sup>6</sup> Debt service suspension initiative for the poorest countries ([DSSI](#)).

<sup>7</sup> Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI.

## 1.2. Особливості внутрішньої реструктуризації

Рішення про реструктуризацію може включати лише внутрішній або зовнішній борг або бути комплексним: проводити переговори з обома типами кредиторів.

Аналіз емпіричних досліджень ([Mr. David A. Grigorian, 2023](#); [Aitor Erce et al., 2022](#)) дозволяє виділити наступні риси внутрішньої реструктуризації порівняно із зовнішньою:

- як правило, внутрішні реструктуризації займають менше часу, враховуючи вищий контроль держави-боржника над законодавством щодо внутрішнього боргу та самими інвесторами, що також підтверджується іншими [дослідженнями](#). Зокрема медіанне значення становить 7 місяців, насамперед через більшу популярність превентивних реструктуризацій (див. 1.3) та застосування Застереження про колективні дії (Collective Action Clause, CAC)<sup>8</sup>;
- найбільш популярною формою реструктуризації внутрішнього боргу є продовження строку погашення, тоді як зменшення номінальної суми боргу є відносно рідкісними випадками;
- за умови, якщо частка внутрішнього боргу є незначною, реструктуризація такого боргу зазвичай не проводиться;
- втрати інвесторів при внутрішній реструктуризації порівнювані із втратами інвесторів при зовнішній реструктуризації;
- комплексна реструктуризація, як правило, проводиться за умов великих загроз борговій стійкості та глибокої економічної кризи та, відповідно, часткове рішення (тобто, окремо внутрішня або зовнішня) не в змозі забезпечити необхідне полегшення боргового тягаря.

Виключно внутрішня реструктуризація обирається за умови стійкої фінансової системи, через загрозу для неї, потенційно загрожуючи необхідністю докапіталізації банків. Крім того, у разі, якщо в ОВДП інвестували, наприклад, пенсійні фонди країни, реструктуризація боргу загрожує пенсійним накопиченням громадян (див. кейс Шрі-Ланки).

З цієї причини внутрішня реструктуризація має проводитись після оцінки її чистого ефекту (реструктуризований борг мінус потенційні витрати на стабілізацію ситуації у фінансовому секторі).

---

<sup>8</sup> Таке застереження дозволяє домовитись про реструктуризацію за умови, що на неї погоджується більшість власників боргу, навіть якщо деякі власники виступають проти.

З метою дизайну реструктуризації внутрішнього боргу, який би дозволив мінімізувати негативні наслідки, [МВФ](#) запропонували наступну послідовність кроків:

**Крок 1:** Оцінити цільовий показник полегшення боргового тягаря (debt relief target (DRT), необхідний для відновлення стійкості державного боргу.

**Крок 2:** Визначити периметр вимог (тобто, тип інструменту) та категорії кредиторів, що володіють боргом, який підлягатиме реструктуризації.

**Крок 3:** Для кожної категорії кредиторів визначити потенційний внесок у DRT, зокрема чистий внесок визначається як різниця між валовим списанням боргу та фіскальними витратами, пов'язаними з реструктуризацією (наприклад, рекапіталізація, субсидії тощо).

**Крок 4:** Оцінити економічні втрати, пов'язані з полегшення боргового тягаря, наприклад, макрофінансові наслідки, потенційна втрата доступу до боргового ринку тощо.

**Крок 5:** Забезпечити нормальну роботу центрального банку, включаючи платіжну систему, та оцінити потребу в будь-якій негайній (або майбутній) рекапіталізації (рекапіталізаціях).

**Крок 6:** Визначити (обрати), які вимоги підлягають реструктуризації з метою мінімізації загальних витрат, а також досягнення DRT та підтримки ширших макро-економічних реформ.

Крім того, [фахівці МВФ](#) виділяють наступні передумови успішної реструктуризації внутрішнього боргу: стійка макроекономічна і фінансова політика держави, стратегія своєчасного повернення на боргові ринки, фінансова та технічна підтримка з боку МФО.

### 1.3. Час реструктуризації: превентивна та постдефолтна

Рішення про проведення реструктуризації може бути прийнято до моменту прострочення платежів, тобто на етапі, коли Уряд лише передбачає труднощі в обслуговуванні та виплаті боргу. Альтернативно, Уряд може почати переговори про зміну параметрів боргу вже після настання дефолту.

Отже, превентивною є реструктуризація, при якій Уряд почав переговори з інвесторами до моменту пропуску платежу за зобов'язаннями. Натомість пост-дефолтна реструктуризація означає початок процесу вже після пропуску як мінімум одного платежу за суверенним боргом.

Вчені T. Asonuma та Ch. Trebesch на основі аналізу 179 випадків реструктуризацій приватного зовнішнього боргу у 1950-2010 рр. виявили, що 68 випадків (38%) були превентивні (з них у 45 випадках пропустив платіж уже в процесі переговорів) та 111 випадків (62%) постдефолтної реструктуризації.



**Рис. 6 Розподіл реструктуризацій зовнішнього комерційного боргу у 2000 -2020 рр. (за датою початку реструктуризації)**

**Джерело:** складено автором самостійно на основі датасету [5] (див. Вступ)

Більш пізні кейси свідчать, що останніми роками країни здебільшого надають перевагу превентивній реструктуризації: з 2000 р. по 2020 р. було розпочато 17 реструктуризацій зовнішнього приватного боргу, з яких 12 були превентивними (71%) і лише 5 постдефолтними. Зокрема, починаючи з 2011 р. вчасно не виконали свої зобов'язання перед зовнішніми приватними кредиторами наступні країни: Кот-д'Івуар, Гренада, Мозамбік та Аргентина. Зазначимо, що наразі усі вони реструктуризували свій зовнішній приватний борг.

Чи впливає вибір того, чи іншого підходу до реструктуризації на економіку країни? Емпіричні дані свідчать, що так.

По-перше, превентивні реструктуризації мають меншу тривалість: медіанне значення становить 10 місяців проти 35 місяців для постдефолтної, що більше, ніж максимальна тривалість для превентивної реструктуризації (табл. 2).

**Таблиця 2. Розподіл тривалості реструктуризацій приватного зовнішнього боргу залежно від підходу**

	Мінімальне значення, міс.	Медіанне значення, міс.	Максимальне значення, міс.	Кількість спостережень
Превентивна	1	10	34	81
Постдефолтна	4	35	272	116

**Джерело:** складено автором самостійно на основі датасету [5] (див. Вступ).

Крім того, вони мають більш м'який вплив на економіку, зокрема у частині падіння ВВП. Дані [свідчать](#), що постдефолтна реструктуризація асоціюється з різким та більш тривалим падінням ВВП, натомість превентивна реструктуризація призводить до швидших темпів відновлення до докризових рівнів. Превентивна реструктуризація асоціюється зі зниженням ВВП на [1,4%](#) на короткому горизонті, тоді як постдефолтна – на 2%.

Також, превентивні реструктуризації [сприяють](#):

- меншому падінню інвестицій в економіку;
- швидшому відновленню приватного кредитування – при постдефолтній реструктуризації приватне кредитування демонструє різкий спад, тоді як при превентивній реструктуризації кредитування відновлюється значно швидше;
- нижчим відсотковим ставкам - при превентивній реструктуризації ставки не демонструють значного коливання, тоді як при постдефолтній реструктуризації ставки зазнають суттєвого росту; аналогічне [стосується](#) обмінного курсу;
- втрати міжнародної торгівлі: як і імпорт, так і експорт значно скорочуються під час постдефолтної реструктуризації. Так, різке падіння імпорту протягом 3 років після постдефолтної реструктуризації продовжується помірним падінням ще протягом [наступних 5 років](#). Натомість при превентивній реструктуризації відбувається лише поступове падіння протягом 4 наступних років.

Також дуже важливо, що превентивні реструктуризації сприяють швидшому поверненню на ринки капіталу, що є дуже важливим для післякризового відновлення країн. Крім того, характеризуються нижчими втратами кредиторів – у середньому, зменшення основної суми боргу становлять 18% для превентивної

реструктуризації та 48% для постдефолтної реструктуризації. До такого ж висновку приходять і [Benjamin and Wright \(2009\)](#), які показали, що більш тривалі затримки в переговорах про реструктуризацію як правило призводять до порівняно значного зменшення основної суми боргу.

***Таким чином, превентивні реструктуризації є менш руйнівними для економіки та сприяють швидшому відновленню економіки після кризи.***



## РОЗДІЛ 2. Кейси країн, які проводять реструктуризацію у 2024 р.



Як зазначалося вище, наразі 5 країн проводять перемовини щодо реструктуризації свого суверенного боргу: Гана, Замбія, Ефіопія, Шрі-Ланка та Суринам. З огляду на те, що Україна також проходить процес реструктуризації, доцільно проаналізувати основні параметри та особливості реструктуризації вищезгаданих країн<sup>9</sup>.

Врахування вже існуючого їх досвіду та поточних трендів дозволить сформуванню більш ефективної стратегії реструктуризації вітчизняного боргу.

### 2.1 Реструктуризація внутрішнього і зовнішнього боргу Гани

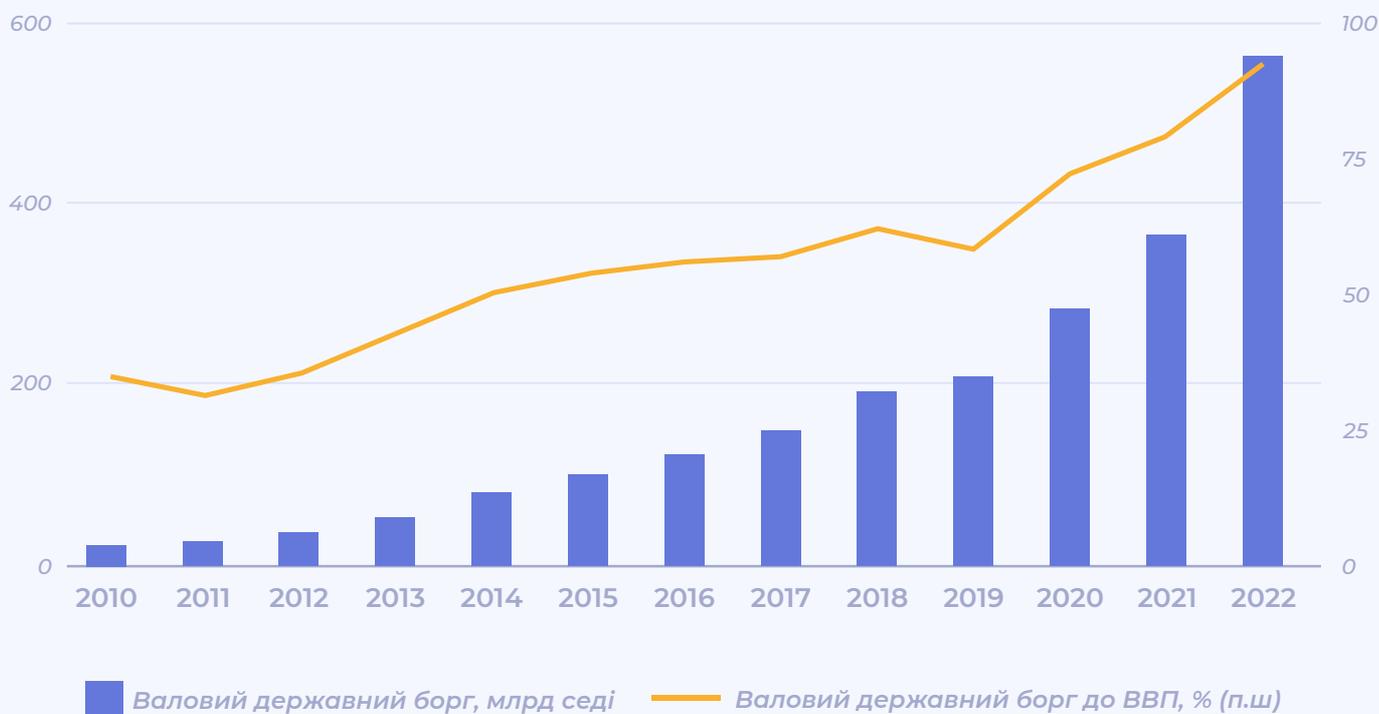


Гана [оголосила](#) дефолт у грудні 2022 р., зазначивши, що призупиняє платежі за зовнішнім боргом: єврооблігаціями, комерційними позиками та більшою частиною двостороннього офіційного боргу. Натомість країна продовжує виплачувати борг перед багатосторонніми офіційними кредиторами, що відповідає загальноприйнятій практиці (див. пункт 1.1)

#### Основна інформація щодо боргового навантаження та реструктуризації:

<b>Дата дефолту</b>	<b>Обсяг боргу</b>	<b>Борг до ВВП</b>
грудень 2022 р.	<a href="#">51.7</a> млрд дол. США станом на 1 квартал 2023 р.	<a href="#">71,1</a> % станом на 1 квартал 2023 р.
<b>Борг, який реструктуризується</b>	<b>Частка зовнішнього боргу</b>	<b>Тип реструктуризації</b>
внутрішній та зовнішній	47%, у т.ч. 20% – єврооблігації, 7% – комерційні кредитори	постдефолтна
<b>Наявність програми МВФ</b>	→ програма Extended Credit Facility (ECF) обсягом 3 млрд дол. США	

<sup>9</sup> Дані станом на початок червня 2024 р., якщо не вказане інше.



**Рис. 7** Динаміка державного чистого боргу Гани у 2010 -2022 рр.

**Джерело:** розраховано автором на основі даних [МВФ](#)

### Причини дефолту

Боргову кризу спричинив комплекс як зовнішніх, так і внутрішніх чинників. Зокрема, до зовнішніх шоків, на які країна має обмежений вплив, слід віднести: зниження ціни та основні групи експортних товарів (золото, нафта какао-боби) значно скоротило доходи країни та зростання витрат через Covid-19. Натомість до цього також додалися внутрішні чинники, зокрема політичні. Так, у 2016 р. Нова Патріотична Партія виграла парламентські вибори завдяки популістичним обіцянкам зниження податків, запровадження безкоштовної середньої освіти (включно з повним пансіоном), крім того, планувалося відкриття фабрик у кожному з 261 регіону країни.

Зниження податків зокрема стосувалося: відміни 17,5% ПДВ та ПДФО на операції з нерухомістю, фінансові послуги, мита на імпорт, зниження оподаткування операцій з нафтою з 17,5% до 13%, зниження оподаткування експортерів золота з 3% до 1% тощо. На фоні зростання витрат та зниження надходжень (через зниження податкової бази) уряд був змушений вдаватися до запозичень як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Слід зазначити, що ознаки боргової кризи почали проявлятися ще у 2019 р., проте через близькість виборів, керівна партія не вживала адекватних заходів, які б сприяли скороченню боргу. Така політика призвела до того, що вже у вересні 2022 р. борг до ВВП становив 92%, подвоївшись майже вдвічі за 5 років.

## Шлях реструктуризації

Ще до оголошення дефолту, країна звернулася до внутрішніх кредиторів із пропозицією реструктуризації боргу, оминувши увагою зовнішніх приватних кредиторів, які фактично отримали усю інформацію лише наприкінці грудня і, як наслідок, скаржились на [брак ясності](#) у рішенні про дефолт. Як зазначалося у попередньому розділі, країна здійснює реструктуризацію через механізм G20 Common Framework.

## Внутрішня реструктуризація

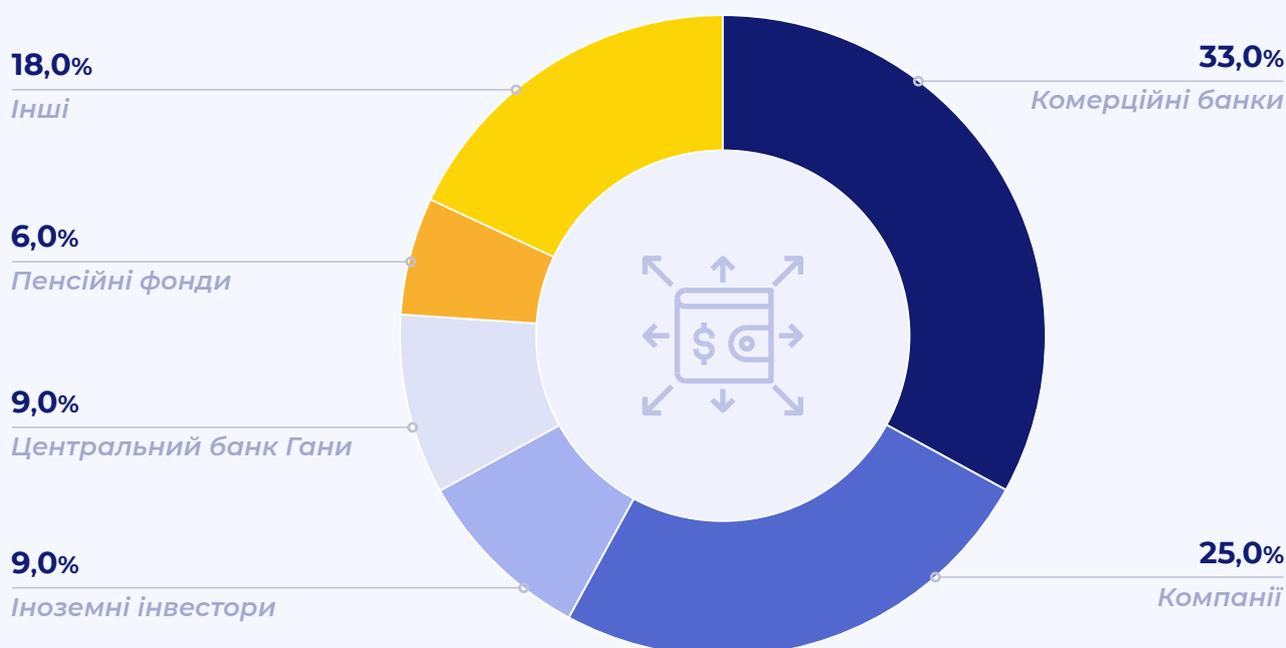


Рис. 8 Розподіл внутрішнього боргу Гани за типом кредитора

Джерело: [Reuters](#)

Реструктуризація внутрішнього боргу наразі завершена і проходила у кілька етапів. Зокрема, реструктуризація ОВДП, номінованих у національній валюті тривала з грудня 2022 р. по лютий 2023 р. За умовами реструктуризації відбулося зниження купона з [19,1% до 9%](#) та подовження строків з 3,8 року до 8,3 року.

Далі влітку та вересні 2023 р. Гана реструктуризувала внутрішні облігації, номіновані у доларах США, зобов'язання перед пенсійними фондами та Центральним банком, який списав 50% ОВДП зі свого балансу.

## Зовнішня реструктуризація

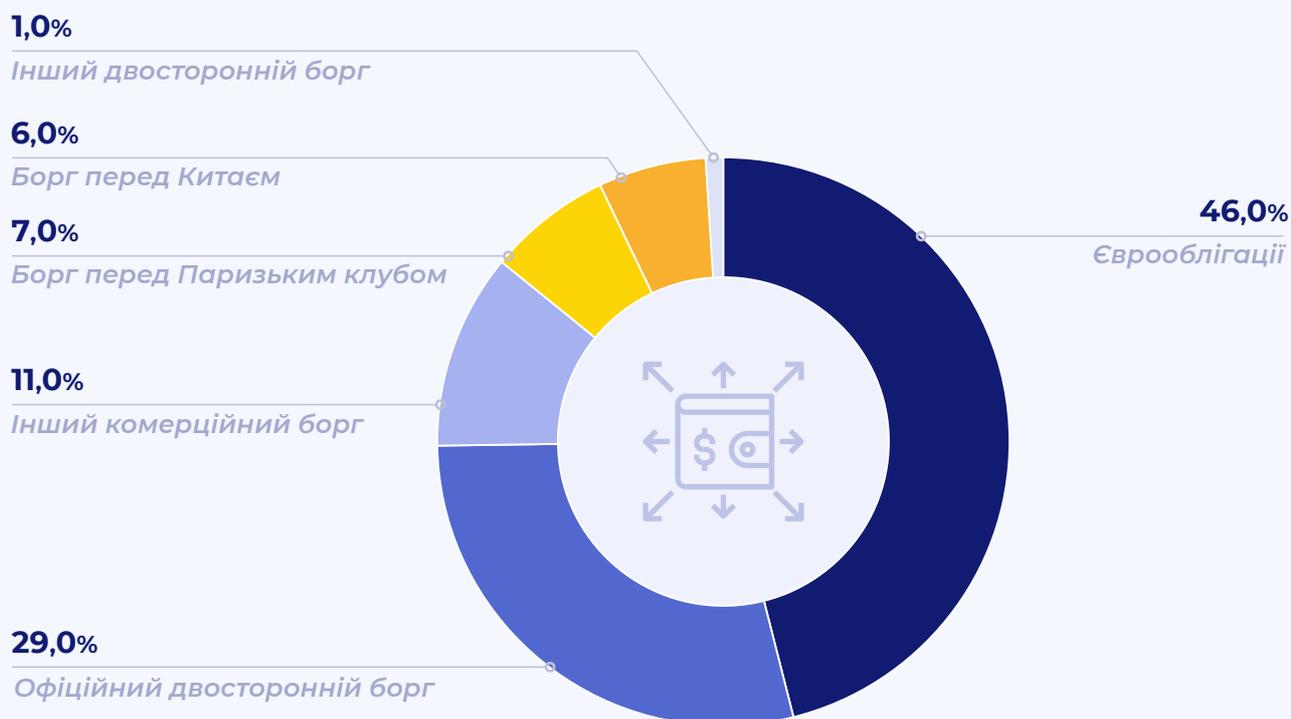


Рис. 9 Розподіл зовнішнього боргу Гани за типом кредитора

Джерело: [Reuters](#)

Гана має намір реструктуризувати 2/3 зовнішнього боргу (близько 20 млрд дол. США).

У січні 2024 р., більш ніж через рік після оголошення наміру про реструктуризацію, Гана досягла попередньої домовленості із двосторонніми офіційними кредиторами, включно із Китаєм та Францією, а у червні очікується підписання меморандуму. За [даними](#) Debt Justice параметри реструктуризації не передбачали списання основної суми боргу, натомість пропонувалося відтермінування усіх платежів до 2028 р., а основна сума боргу має виплачуватись у 2039-2041 рр. Загальна сума боргу, що підлягає реструктуризації в рамках цієї угоди – 5.4 млрд дол. США.

Примітно, що станом на [жовтень 2023 р.](#) Гана очікувала завершення перемовин з двосторонніми кредиторами у листопаді 2023 р., а з приватними кредиторами – на початку 2024 р. Проте Гана досягла угоди з приватними зовнішніми кредиторами за облігаціями обсягом 13 млрд дол. США лише у середині червня. [Параметри](#) реструктуризації передбачають списання [37% боргу](#) та зниження чистої приведеної вартості зовнішнього приватного боргу Гани з 13.1 млрд дол. США до 9,31 млрд дол. США, а отже приватні кредитори отримають на 15% більше порівняно з двосторонніми офіційними кредиторами.

## 2.2 Реструктуризація внутрішнього і зовнішнього боргу Шрі-Ланки



Шрі-Ланка оголосила свій перший в історії дефолт у квітні 2022 р., перебуваючи в найглибшій кризі з часів отримання незалежності. При цьому Шрі-Ланка повідомила про припинення платежів заздалегідь, запропонувавши переговори про реструктуризацію до настання дати неплатежу за зобов'язаннями.

### Основна інформація щодо боргового навантаження та реструктуризації:

<b>Дата дефолту</b>	<b>Обсяг боргу</b>	<b>Борг до ВВП</b>
квітень 2022 р.	<b>83,6</b> млрд дол. США <i>на момент оголошення дефолту</i>	125,8 % <i>кінець 2022 р.</i>
<b>Борг, що реструктуризується</b>	<b>Зовнішній борг</b>	<b>Тип реструктуризації</b>
внутрішній та зовнішній	49,7%, у т.ч. 16% – єврооблігації, 7,1% – АБР, 5,4% – Китай	превентивна
<b>Підтримка МВФ</b>	→ 2,9 млрд дол. у рамках програми EFF (Extended Fund Facility)	

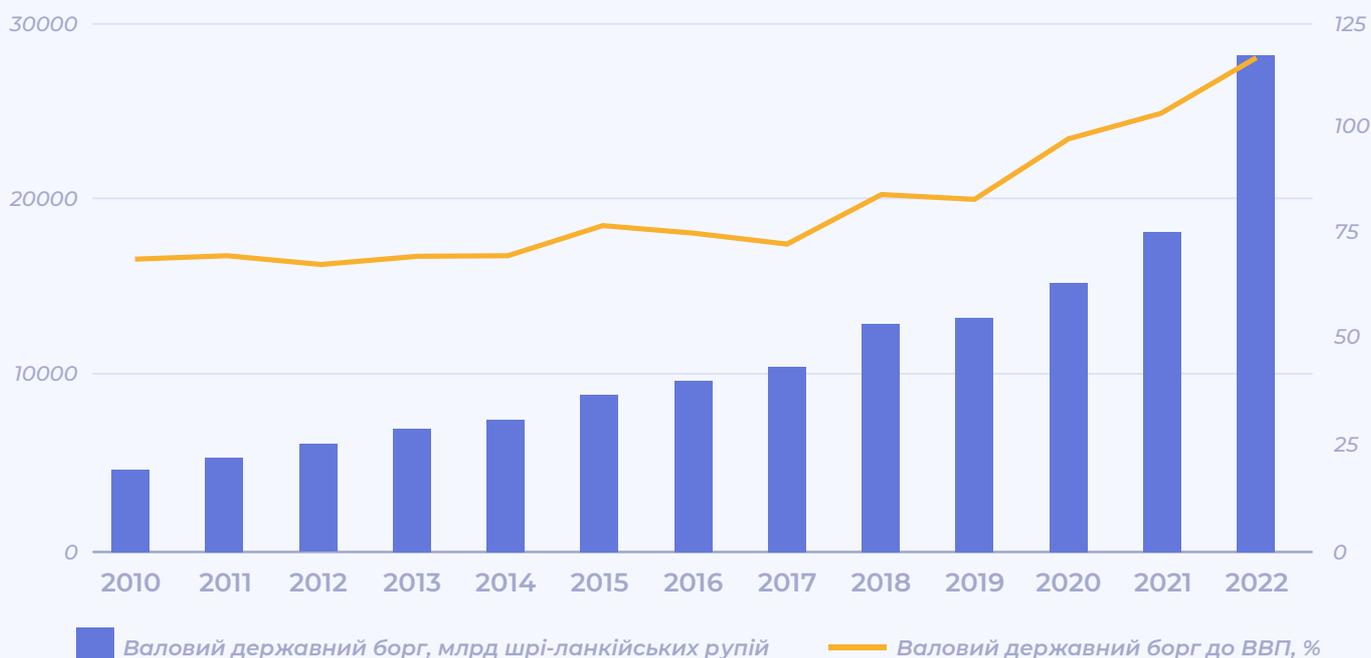


Рис. 10 Динаміка державного боргу Шрі-Ланки у 2010-2022 рр.

Джерело: розраховано автором на основі даних [МВФ](#)

## Причини дефолту

Як і у кейсі Гани, причинами дефолту є як і внутрішні, так і зовнішні чинники, проте перші все ж переважають. Основним зовнішнім чинником є зниження туристичних потоків, внаслідок терористичних атак у 2019 р., а потім і Covid-кризи, при тому, що туристична галузь складала 10% ВВП країни.

Серед внутрішніх чинників основним є високий фіскальний дефіцит, викликаний зниженням податків, зокрема ПДВ, податку на прибуток корпорацій та податку на доходи працівників.

Різде зниження податкових надходжень Уряд замінив широкою грошовою емісією, що в свою чергу викликало подальше погіршення економічної ситуації.

Додатковим ударом для економіки стало запровадження органічного сільського господарства, що призвело до різкого збільшення цін на с/г продукцію.

Як наслідок, на момент укладення угоди з МВФ у 2023 р., витрати на обслуговування боргу складала дві третини бюджетних надходжень, загальний обсяг державного боргу становив [82 млрд дол. США або 128 % ВВП](#).

Таким чином, зниження податкових ставок, грошова емісія, запровадження органічного сільського господарства, несвоєчасне коригування обмінного курсу та зниження офіційних резервів для обслуговування боргу призвели до дефолту країни.

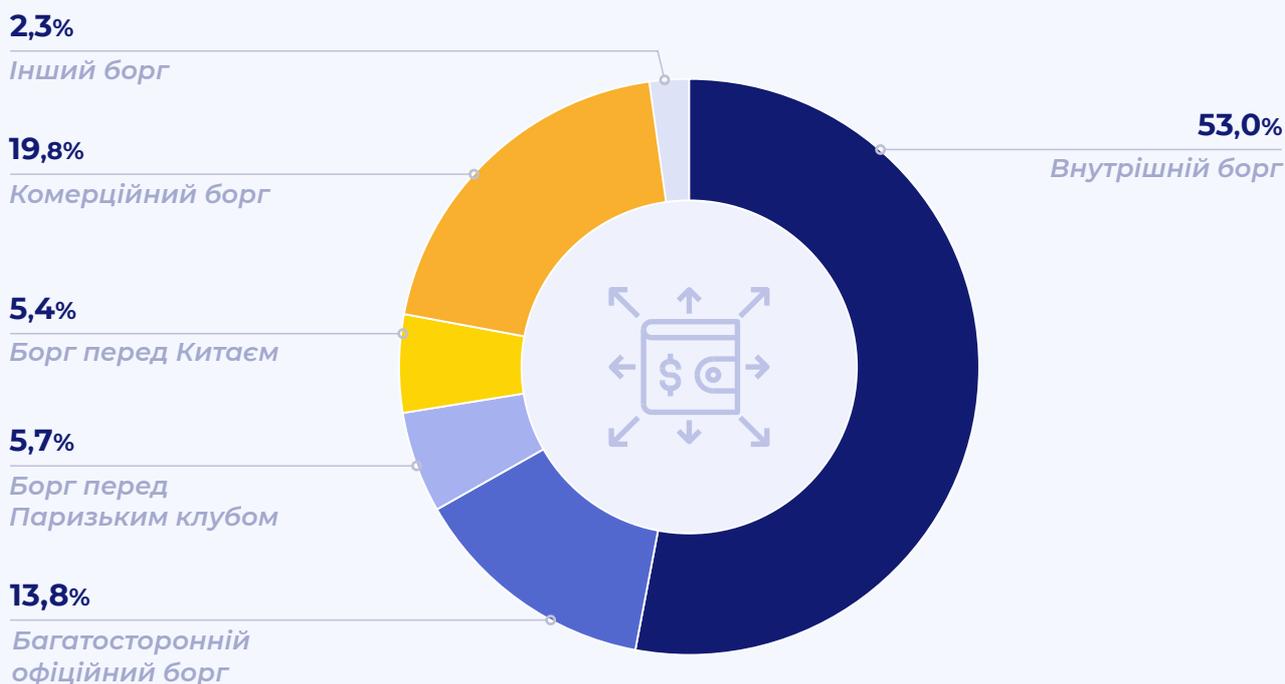


Рис. 11 Розподіл боргу Шрі-Ланки за типом боргу, станом на 2022 р.

Джерело: розраховано автором на основі даних МВФ

## Шлях реструктуризації

Як і Гана, Шрі-Ланка мала погодитись на реструктуризацію внутрішнього боргу для отримання підтримки МВФ.

## Внутрішня реструктуризація

Голова центробанку Шрі-Ланки влітку 2023 р. [заявив](#), що, на його думку, країна не має реструктуризувати внутрішній борг, а через високу інфляцію він і так певним чином реструктуризувався.

Проте пізніше Уряд все ж оголосив [Програму оптимізації внутрішнього боргу](#), проте з метою збереження стабільної банківської системи країни виключили банки з процесу реструктуризації.

Натомість під реструктуризацію потрапили три групи зобов'язань: облігації розвитку Шрі-Ланки (Sri Lanka Development Bonds), короткострокові облігації (treasury bills), які тримав Центробанк країни та довгострокові облігації у портфелі пенсійних фондів (Employee Provident Fund (EPF), що в загальному складає близько 40% усього внутрішнього боргу.

**При цьому для кожного інструменту було запропоновано наступні умови:**

### ***Для короткострокових облігацій у портфелі Центробанку:***

- Обмін на облігації довшої тривалості.

### ***Для облігацій у портфелі пенсійних фондів:***

- Без номінального зменшення вартості.
- Виплата всіх нарахованих на дату пропозиції відсотків.
- Уніфікована ставка 12% до 2025 р. включно та 9% починаючи з 2026 р.
- Податкові (анти)стимули для участі в обміні: для тих фондів, які не погодяться брати участь в обміні ставка податку на прибуток має вирости більш ніж вдвічі – з 14% до 30%.

### ***Для тримачів облігацій розвитку було запропоновано три опції:***

#### **1) Номінальне списання боргу – 30%**

- Обмін 1:1
- Термін – 6 років, без пільгового періоду
- Валюта – дол. США
- Ставка 4%

## 2) Номінальне списання боргу – 0%

- Обмін 1:1
- Термін – 15 років, пільговий період – 9 років
- Валюта – дол. США
- Ставка 1,5%

## 3) Номінальне списання боргу – 0% (опція, яка заохочується урядом)

- Обмін 1:5
- Термін – 10 років, пільговий період – 1 рік
- Валюта – дол. США
- Ставка – плаваюча (облікова ставка+ 1%)

Слід зазначити, що реструктуризація боргу, який належить пенсійним фондам, ставить під загрозу пенсійні накопичення ланкійців і потенційно може призвести до поглиблення кризи.

### Зовнішня реструктуризація

Уряд вже уклав угоди про реструктуризацію офіційного зовнішнього боргу, включно з Паризьким Клубом.

У жовтні 2023 р. країна [досягла](#) угоди з Китаєм – найбільшим кредитором про реструктуризацію боргу обсягом 4.2 млрд дол. США. У листопаді 2023 р. країна [досягла](#) угоди з офіційними кредиторами, що було умовою отримання другого траншу МВФ. Угода покриває близько 5.9 млрд дол. США і є поєднанням як збільшення тривалості боргу, так і зниження відсоткових ставок.

Досягнення угоди з приватними кредиторами є важливим в контексті продовження фінансування МВФ. Попередня угода з 20% зменшенням номінальної вартості та випуском облігацій, що прив'язані до макропоказників (так зв. Інструмент відновлення вартості) була [відхилена](#) кредиторами у січні 2024 р., які вимагають порівнюваних з внутрішнім боргом умов реструктуризації. Наступна пропозиція вже від кредиторів була [відхилена](#) Урядом у квітні 2024 р. через несумісність з вимогами МВФ.

Наразі Шрі-Ланка [очікує](#), що процес реструктуризації приватного боргу завершиться впродовж 1 півріччя 2024, що є довшим періодом порівняно з тим, що декларувалося [раніше](#) (перший квартал 2024 р.).

## 2.3 Реструктуризація зовнішнього боргу Замбії



Замбія стала першою Африканською країною, яка оголосила дефолт під час Covid-кризи.

### Основна інформація щодо боргового навантаження та реструктуризації:

<b>Дата початку реструктуризації</b>	<b>Обсяг боргу</b>	<b>Борг до ВВП</b>
листопад 2020 р.	<u>26,29</u> млрд дол. США на кінець 2021 р.	119,6 % кінець 2022 р.
<b>Борг, що реструктуризується</b>	<b>Зовнішній борг</b>	<b>Тип реструктуризації</b>
зовнішній	55%, у т.ч. 12% борг перед Китаєм	превентивна
<b>Підтримка МВФ</b>	→	1,38 млрд дол. у рамках програми Extended Credit Facility

### Причини дефолту

Після періоду росту і макрофінансової стабільності у 2015 р. країна стикнулася з низкою несприятливих чинників: по-перше, скорочення попиту на експорт металургії із одночасним падінням світових цін на неї. Як наслідок, у 4 кварталі 2015 р. експорт скоротився на 26% порівняно з відповідним періодом 2014 р. По-друге, серйозна посуха скоротила виробництво с/г продукції та негативно вплинула на виробництво електроенергії, яке здебільшого забезпечувалось гідроелектростанціями.

Для підтримки промисловості Замбія була змушена імпортувати значні обсяги енергії. Як наслідок подвійного шоку, національна валюта девальвувала на 40%, що ускладнило обслуговування та погашення зовнішнього боргу.

Варто також зазначити, що цей період росту супроводжувався також залученням боргу: по-перше, уряд позичав у Китаю (насамперед, це Експортно-Імпортний банк Китаю та Китайська національна аеро-технологічна експортно-імпортна корпорація), по-друге, у 2012, 2014 та 2015 рр. були випущені єврооблігації загальною сумою 3 млрд дол. США. Якщо у 2014 р. відношення боргу до ВВП становило 18%, то вже у 2019 - 48%.

У 2017 р. ризик боргової кризи визначався як високий з боку МВФ та СБ, а витрати на обслуговування боргу перевищили витрати на економічний розвиток, освіту та охорону здоров'я. Додатковим ударом стала Covid-криза, збільшивши витрати на

охорону здоров'я та скоротивши експортну виручку. Вже у листопаді 2020 р. уряд не заплатив купонні виплати, таким чином допустивши дефолт.

## **Шлях реструктуризації**

Замбія подала заявку на зупинення обслуговування боргу в рамках ініціативи G20 Common Framework. У вересні 2020 р. була подана заявка до приватних кредиторів-тримачів облігацій, проте вона виявилась безуспішною.

У жовтні 2020 р. було оголошено про призупинення обслуговування всіх кредитів, за винятком багатосторонніх та пільгових.

## **Реструктуризація двостороннього офіційного боргу**

У червні 2023 р. країна нарешті досягла домовленості з двосторонніми офіційними кредиторами про реструктуризацію боргу обсягом 6,3 млрд дол. США. За [повідомленням](#) Міністерства фінансів Замбії, у середньому продовження строків виплати склало 12 років, відсоткова ставка складатиме 1% протягом наступних 14 років та за базовим сценарієм не перевищуватиме 2,5% у наступні роки. Загалом, угода передбачає, що обсяг виплат офіційним двостороннім кредиторам упродовж наступних 10 років складатиме 750 млн дол. США порівняно з 6 млрд дол. США, які планувалися початково, а бюджетний дефіцит скоротиться на 1% від ВВП.

## **Реструктуризація приватного боргу**

Перемовини з приватними кредиторами були нелегкими для Замбії.

У листопаді 2023 р. комітет офіційних кредиторів під головуванням Китаю та Франції, відхилив пропозицію приватних кредиторів про реструктуризацію облігацій через недотримання принципу справедливого ставлення (comparability of treatment), зокрема офіційні кредитори погодились на триваліші терміни виплат порівняно з приватними кредиторами ([12 років проти 8 років](#)) та більші скорочення виплат протягом дії програми МВФ, не зважаючи на те, що приватні кредитори запропонували більше скорочення боргу за чистою приведеною вартістю.

Лише навесні 2024 р. Замбія нарешті досягла домовленості про реструктуризацію [єврооблігацій](#) обсягом 3 млрд дол. США (а з урахуванням накопичених відсотків 3,8 млрд дол. США), яка передбачала зменшення номінальної вартості боргу на [26%](#) та здійснення виплат швидше, ніж офіційним кредиторам. Крім того, у разі покращення економічної ситуації, зокрема росту експортної виручки та податкових надходжень, а також збільшення можливостей обслуговування боргу, Замбія буде змушена виплатити швидше та за вищими відсотковими ставками.

Наразі Замбія досягла домовленості з усіма типами кредиторів і майже завершила процес реструктуризації, який тривав понад 3 роки.

## 2.4 Реструктуризація зовнішнього боргу Ефіопії



Ефіопія – друга країна африканського континенту за кількістю населення ([126,5 млн осіб](#) станом на 2023 р.), темпи росту економіки якої є одними з найвищих у світі. Незважаючи на швидкий ріст, країна почала реструктуризацію боргу ще у 2021 році, проте процес загальмувався через громадянську війну.

Основною відмінністю Ефіопії від інших країн, які проходять реструктуризацію є доволі низький борг до ВВП, що вказує скоріше на проблеми з ліквідністю, насамперед дефіцитом іноземної валюти, ніж на загальну неплатоспроможність.

<b>Дата дефолту</b>	<b>Обсяг боргу</b>	<b>Борг до ВВП</b>
грудень 2023 р. <i>країна пропустила виплати за єврооблігаціями</i>	<a href="#">60,6</a> млрд дол. США <i>станом на березень 2023 р.</i>	<a href="#">38,8</a> % <i>станом на 1 квартал 2023 р.</i>
<b>Борг, що реструктуризується</b>	<b>Зовнішній борг</b>	<b>Тип реструктуризації</b>
зовнішній	47%, у т.ч. 37% – борг офіційним кредиторам <i>насамперед МАР та Китай</i>	постдефолтна
<b>Підтримка МВФ</b>	→ країна у процесі переговорів з МВФ	

### Причини реструктуризації

Боргова криза стала наслідком кількох як внутрішніх, так і зовнішніх чинників.

У 2010-2020 рр. Ефіопія значно наростила рівень боргу, насамперед фінансуючи інфраструктурні проєкти. У подальшому значний рівень публічних видатків не узгоджувався з доходами бюджету – за даними МВФ, фіскальні доходи бюджету скоротилися з 15,6% ВВП у 2016 р. до 8,5% ВВП у 2022 р.

Значне погіршення ситуації у агросекторі (від якого країна традиційно дуже залежала) через нашестя сарани у 2020 р., завдало значних збитків економіці, включаючи прискорення інфляції, скорочення валютних резервів через необхідність імпорту продукції, девальвацією валюти. Ситуація ускладнилася пандемією Covid-19, яка вимагала значних бюджетних видатків на соціальну та медичну сфери. Подальша 2-річна громадянська війна тільки погіршила ситуацію.

## Шлях реструктуризації

Як зазначалося вище, країна реструктуризує лише зовнішній борг.

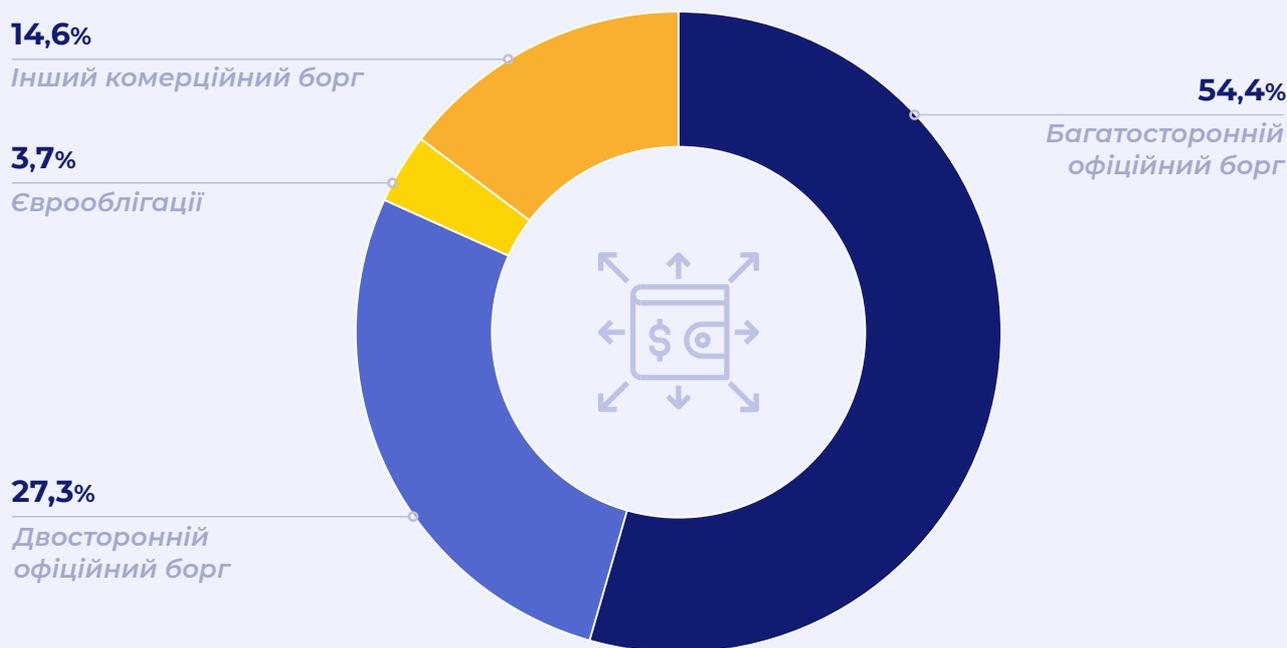


Рис. 12 Структура державного та гарантованого зовнішнього боргу Ефіопії станом на вересень 2023 р.

Джерело: [Міністерство фінансів Ефіопії](#).

### Двосторонній офіційний борг

За даними Мінфіну Ефіопії обсяг двостороннього боргу становив 7,688.29 млн дол. США, близько 90% якого перед країнами, що не входять до Паризького Клубу (насамперед, Китаєм). У серпні 2023 року країна досягла угоди stand-still з Китаєм (якому належить 75% двостороннього офіційного боргу країни), а у листопаді з іншими двосторонніми кредиторами (у т.ч. Паризьким Клубом) про призупинення обслуговування боргу до 2025 р. та призупинення виплат за боргом до 2027 р. Проте умовою такої угоди було досягнення угоди з МВФ до кінця березня 2024 р. (наразі цей термін [подовжено](#) до червня), в іншому випадку офіційний комітет кредиторів залишав за собою право зупинити дію stand-still.

Багатосторонній офіційний борг Ефіопії станом на кінець березня 2023 р. становив 15,2 млн дол. США, переважна більшість з якого (75%) складає заборгованість перед Міжнародною асоціацією розвитку, яка входить до групи Світового банку.

## Реструктуризація комерційного боргу

Обсяг єврооблігацій Ефіопії становить 1000 млн дол. США. Країна почала переговори про реструктуризацію у березні 2023 року, під час яких кредитори запропонували Уряду продовжити строк обігу облігацій, проте переговори не завершилися успіхом. У грудні 2023 р. країна допустила дефолт за облігаціями, не виплативши 33 млн дол. США купонного платежу. За словами урядовців, це сталося не через нестачу коштів, а через дотримання принципу справедливого ставлення до усіх кредиторів, який є одним з основних у Common Framework. Наразі країна все ще знаходиться на стадії переговорів з інвесторами.

## 2.5 Реструктуризація зовнішнього та внутрішнього боргу Республіки Суринам



Країна увійшла в кризу 2020-2021 рр., лише через 4 роки після завершення попередньої кризи.

<b>Дата початку реструктуризації</b>	<b>Обсяг боргу</b>	<b>Борг до ВВП</b>
листопад 2020 р.	<u>3,3</u> млрд дол. США станом на жовтень 2023 р.	<u>115,1</u> %
<b>Борг, що реструктуризується</b>	<b>Зовнішній борг</b>	<b>Тип реструктуризації</b>
внутрішній і зовнішній	75%, у т.ч. 29% – єврооблігації, 24% – МАР та 14% – Китай	превентивна
<b>Підтримка МВФ</b>	→ 690 млн дол. США в рамках програми Extended Fund Facility	

### Причини реструктуризації

Країна є малою відкритою економікою з високою залежністю від цінової кон'юнктури на зовнішніх ринках, оскільки 45% доходів бюджету формувалося за рахунок експорту, насамперед золота та нафти. Падіння цін на сировинних ринках у 2014 р. значно знизило експортні доходи, а вихід з ринку компанії Alcoa, важливого виробника та експортера алюмінію та державні видатки, пов'язані із цією угодою, стали основними причинами економічної кризи, яка, зрештою, призвела до боргової кризи.

## Шлях реструктуризації

Станом на кінець 2023 р. загальний обсяг державного боргу Суринам становив 3,3 млрд дол. США

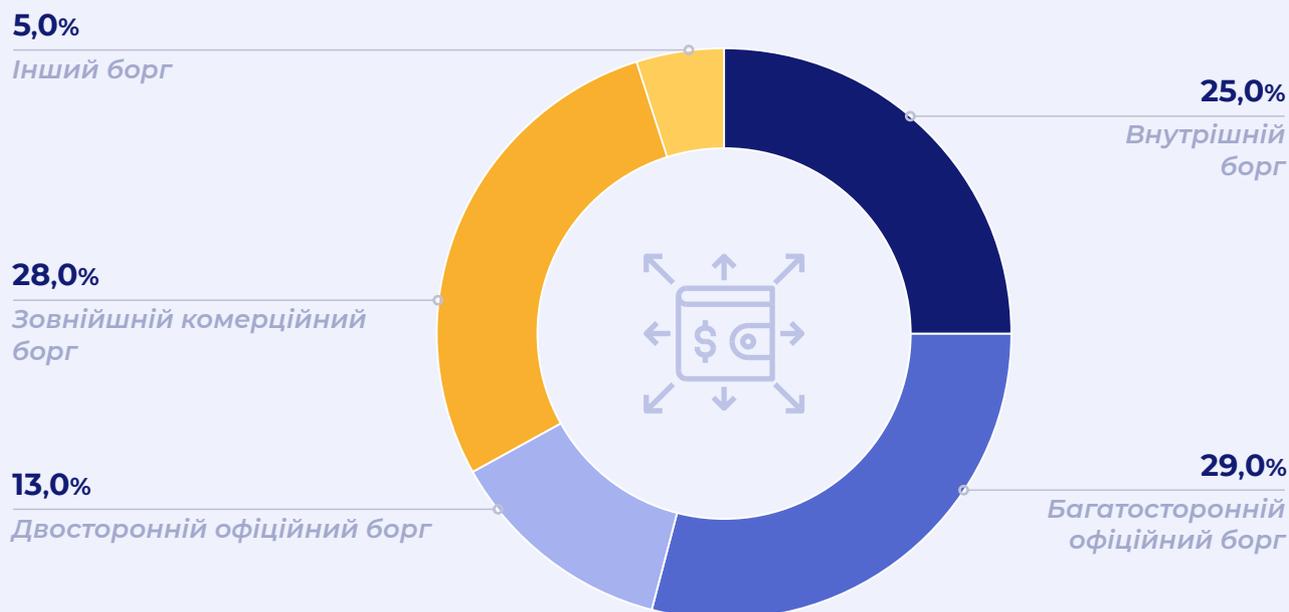


Рис. 13 Структура державного боргу Суринама станом на кінець 2022 р.

Джерело: [МВФ](#)

## Реструктуризація комерційного боргу

У травні 2023 р. країна досягла домовленості щодо реструктуризації 2 серій євро-облігацій шляхом обміну на два нові інструменти, а у грудні 2023 р. угоду було [фіналізовано](#) з наступними параметрами:

- 1) нові облігації номінальною вартістю 660 млн дол. США, строком погашення 10 років та купоном у розмірі 7.95%. При цьому протягом перших двох років купонні виплати складатимуть 4,95%, а решта 3% будуть капіталізовані, зменшення суми боргу становить 29%.
- 2) Так званий інструмент відновлення вартості (value recovery instrument, VRI), який прив'язаний до доходу від нового нафтовидобувного проєкту у глибоководному шельфі Суринам Block 58. За умовами реструктуризації єврооблігацій після того, як Уряд отримає перші 100 млн дол. США доходів від проєкту, власники VRI отримуватимуть 30% наступних доходів до моменту поки не буде покрито обсяг зменшення суми боргу.

За [повідомленням](#) Уряду реструктуризація дозволила знизити витрати з обслуговування боргу на 972 млн дол. США, а частка участі інвесторів складає 96%.

## Реструктуризація двостороннього офіційного боргу

Кредитори Паризького клубу [досягли](#) угоди з країною у червні 2022 р. щодо реструктуризації її зовнішнього державного боргу з наступними параметрами:

- борг за Офіційною допомогою розвитку (Official development claims) буде виплачено через 20 років (включаючи 7-річну відстрочку платежу). Вимоги за іншими боргами будуть виплачені через 15 років (включаючи 8-річну відстрочку платежу);
- існуюча заборгованість станом на кінець 2021 р. має бути виплачена двома платежами у 2022 р. та 2024 р.

Крім того, у 2023 р. було досягнуто домовленості про реструктуризацію боргу перед Ексімбанком Індії, а у березні 2024 р. країна також досягла домовленості з Ексімбанком Китаю, заборгованість перед яким становить 483 млн дол. США, з яких 125 млн дол. США це прострочена заборгованість.

## Реструктуризація внутрішнього боргу

У серпні 2023 р. влада фіналізувала план з реструктуризації заборгованості за внутрішнім боргом. Існуючі борги перед центральним банком було реструктуризовано у нову позику зі строком погашення [27 років](#) та пільговою відстрочкою 2 роки ставкою 9%.

Таким чином, можна виділити наступні особливості поточних реструктуризацій:

- використання інструментів відновлення вартості. Зокрема, у тій чи іншій формі деривативи присутні у реструктуризаціях Замбії, Суринам, Шрі-Ланки та, як буде зазначено нижче, України. Слід зазначити, що в усіх згаданих випадках такі інструменти передбачають лише оптимістичний сценарій (у разі настання якого країна починає платити більше), але у разі погіршення ситуації і реалізації песимістичного сценарію країни не отримують кращих умов реструктуризації. Використання таких інструментів може нести [ризик](#) для країни-боржника та, фактично, не полегшувати борговий тягар для країни;
- тривалий та складний процес переговорів, наприклад, реструктуризація боргу Замбії триває більше, ніж три роки. Зокрема причинами тривалих переговорів з приватними кредиторами є: відсутність чіткої програми розвитку; значний перелік кредиторів та брак їх координації; нетранспарентність та присутність асиметрії інформації; Замбія пропонує різні умови угод для різних кредиторів, що є порушенням принципу справедливого ставлення;
- відсутність послідовної політики реструктуризації боргу. Наприклад, при оголошенні реструктуризації внутрішнього боргу, Уряд Гани спочатку встановив строк до [12 грудня 2022](#) для подачі заявок на обмін облігацій. Згодом, після кіль-

кох продовжень, фінальний строк подачі заявок був перенесений на лютий 2023 р. з додатковим «технічним» обміном облігацій у вересні 2023 р. Крім того, змін зазнав і список облігацій, які підлягали обміну. За [повідомленнями](#) аналітиків, Гана також оголосила про початок реструктуризації без попередніх неформальних переговорів з основними кредиторами, що не сприяє прозорому, швидкому та ефективному процесу реструктуризації.





Після початку повномасштабного вторгнення у 2022 р., Україна фактично заморозила боргові виплати як за офіційним двостороннім, так і за комерційним зовнішнім боргом на два роки. У 2023 році було досягнуто домовленості із офіційними кредиторами про продовження мораторію на виплату боргу до 2027 р. Проте відповідно до чинної Програми МВФ, Україна має провести реструктуризацію зовнішнього комерційного боргу у першій половині 2024 року, а власниками єврооблігацій є найбільші світові інвестиційні фонди Black Rock, Amundi, Amia Capital, які [обрали](#) фінансовими та юридичними радниками PJT Partners Inc та Weil, Gotshal & Manges LLP відповідно. Примітно, що ці компанії також були задіяні у попередній реструктуризації боргу 2015 р.

У червні 2024 р. стало відомо, що після кількох тижнів переговорів Україна все ще не досягла угоди з приватними кредиторами, а пропозиції сторін є доволі віддаленими одна від одної. Так, пропозиція української сторони, погоджена з МВФ та офіційними кредиторами, передбачала дві [альтернативи](#): 1) обмін існуючих єврооблігацій на нові прості облігації зі зниженням номінальної вартості на 60% та строком погашення у 2024-2040 рр., купонними платежами на рівні 1% у 2024-2025 рр., 3% у 2026-2027 рр. та 6% починаючи з 2028 р. та державні деривативи (VRI), які буде конвертовано у прості облігації у 2027 р., номінальна вартість яких буде залежати від різниці середнього фактичного та прогнозного за базовим сценарієм МВФ обсягу податкових надходжень (за виключенням соціальних внесків) у 2025-2026 рр. та обсягу ВВП за ці роки (цільовий показник - мінімум 85% від ВВП 2021 р.); 2) серія простих облігацій з аналогічними показниками як в альтернативі 1, але без VRI та меншим скороченням номінальної вартості (за кожні 1000 дол. США попередніх облігацій інвестори отримають 475 дол. США номінальної вартості нових облігацій). Інвестори відхилили цю пропозицію, натомість запропонували свою, яка є значно менш приваблива для України, оскільки не передбачає жодного списання боргів, вищі ставки купона та більш інтенсивний графік погашення.

Наразі Україна досягла принципової [домовленості](#) із приватними кредиторами, яка передбачає зниження номінальної вартості боргу на 37%, що дозволить зменшити виплати за боргом на [1,4 млрд дол. США](#) протягом наступних трьох років.

Оптимальний спосіб реструктуризації боргу визначить Уряд у процесі переговорів з інвесторами, оскільки лише він має усю повноту інформації, яка є суттєвою для прийняття тієї чи іншої стратегії, проте аналіз міжнародного досвіду дозволяє виділити ключові універсальні принципи, які підвищують шанси на ефективну реструктуризацію:

**Виважена та послідовна стратегія переговорів**, яка має на меті досягнення вигідних умов реструктуризації, які б мінімізували платежі у наступні роки та вивільнили необхідні ресурси для соціальних та оборонних видатків. *Продовження мораторію на виплату боргу до 2027 р. за прикладом офіційного двостороннього боргу наразі є нереалістичним*, зважаючи на необхідність проведення повноцінної реструктуризації та плани Уряду повернутись на ринки капіталу. Проте важливо досягти компромісу з інвесторами у частині зменшення основної суми заборгованості та зниження платежів на обслуговування боргу, особливо у короткостроковій перспективі.

**Сприяння чіткій координації кредиторів для забезпечення участі усіх інвесторів у переговорах та отриманні спільного рішення**, що значно прискорює сам процес реструктуризації. Натомість в іншому випадку судові процеси з кредиторами спроможні значно ускладнити пошук оптимального рішення та можуть перешкоджати поверненню на ринки капіталу. Так, кейс Еквадору свідчить, що перед розміщенням єврооблігацій у 2014 р. країна стикнулася із судовим позовом за попередніми облігаціями, які зазнали дефолту у 2008 р. Незважаючи на те, що позов був урегульований у квітні 2015 р., невирішені проблеми із попередньою реструктуризацією коштували країні додаткових фінансових ресурсів. Крім того, загроза позовів може змушувати країни продовжувати обслуговувати борг, навіть ціною значних економічних втрат (наприклад, Венесуела - 2016). У цьому контексті важливо також забезпечити прозорість та мінімізацію асиметрії інформації між Урядом і кредиторами, що дозволить пришвидшити та полегшити процеси реструктуризації боргу.

**Реалістичні параметри реструктуризації** та уникнення принципу «замало та запізно» (too little too late). Очевидно в умовах високої невизначеності точні макро-економічні прогнози (ріст ВВП, інфляція, валютний курс) для України завдання важкодосяжне, проте значні відхилення реальних значень ключових параметрів від тих, що закладаються у прогноз, можуть призвести до недостатнього скорочення боргового навантаження, що у подальшому потребуватиме додаткової реструктуризації. Зокрема, [J. Bulow, C. Reinhart et al. \(2020\)](#) наголошують на важливості врахування песимістичного сценарію розвитку економіки задля більш ефективних реструктуризацій.

**Наявність чіткої програми реформ** є важливою з двох позицій. По-перше, швидке відновлення економіки дозволить забезпечити стійкість боргу та подолати наслідки кризи. По-друге, для інвесторів розуміння шляху розвитку країни після реструктуризації підвищує привабливість нових цінних паперів країни-боржника. Проведення комплексних реформ для швидкого виходу з кризи та уникнення ситуації повторюваних дефолтів, коли подолання однієї боргової кризи не призводить до стійкого зростання економіки внаслідок подальшої нераціональної фінансової та монетарної політики. Натомість досвід Замбії свідчить, що відсутність чіткої програми реформ може перешкодити ефективній реструктуризації.

Важливо також сконцентрувати зусилля на **подальшій оптимізації боргової структури та мінімізації виплат за боргом**. Враховуючи, що Україна продовжує обслуговувати офіційний багатосторонній борг, а також негативний тренд на заміщення грантів кредитами, подальше залучення максимально пільгового фінансування дозволить зберегти фінансові ресурси для життєво необхідних витрат на оборону та соціальне забезпечення. Наприклад, варто [адвокувати](#) відміну чи відтермінування додаткових надбавок за боргами перед МВФ (surcharges), що потенційно може зекономити до [3 млрд дол.](#) у 2024-2033 рр.

Отже, прозорість комунікацій з інвесторами, превентивна реструктуризація, реалістичність її параметрів та проведення структурних реформ знизять ризики повторних дефолтів і сприятимуть стійкому майбутньому розвитку України.



