

С. А. Лондар, К. В. Кузнецов, І. М. Верещака

ВПЛИВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНІХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ПЕРЕД ПРИВАТНИМИ КРЕДИТОРАМИ НА БОРГОВУ СТІЙКІСТЬ УКРАЇНИ

У статті досліджено можливості підвищення боргової стійкості сфери державних фінансів України після 2015 р. унаслідок реструктуризації частини зовнішнього боргу, який належить приватним кредиторам. Результатом довготривалих переговорів між національним урядом та зовнішніми кредиторами стали домовленості, котрі забезпечують зменшення суверенного й гарантованого державою боргу на 20 %, або приблизно на 3,6 млрд дол. США, що істотно поліпшує платіжний баланс України. Визначено, наскільки зміниться боргове навантаження сфери державних фінансів із урахуванням умов реструктуризації, зокрема збільшення вартості реструктуризованих боргових інструментів на 0,5 в. п., перенесення строків погашення частини державного боргу, яка не підлягає списанню, з періоду 2015—2023 рр. на 2019—2027 рр. Показано, що реалізація цих домовленостей дає змогу зробити припущення про поступове зменшення боргового навантаження. Так, за поточним сценарієм відношення державного боргу до ВВП у 2016 р. може становити 69 %, у 2017 р. — 66,6, у 2018 р. — 62,4, а в 2024 р. — 49,2 %. Разом із цим, за умови проведення боргової операції, уже на кінець 2015 р. таке співвідношення може зменшитися до 66,3 %. У межах побудованої моделі та з огляду на те, що частка гарантованого державою боргу становить 23—25 %, у 2024 р. загальне боргове навантаження на вітчизняну економіку не перевищуватиме граничний рівень у 60 %, визначений у Бюджетному кодексі України. Угода з кредиторами також відкриває шлях до досягнення важливих цілей реструктуризації, передбачених програмою співробітництва України з МВФ, зокрема генерування для сектору державних фінансів 15,3 млрд дол. США впродовж дії програми, досягнення до 2020 р. рівня відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП щонайбільше 71 %, скорочення у 2019—2025 рр. сукупної потреби державного бюджету у фінансуванні.

Ключові слова: державний борг, боргова стійкість, реструктуризація зовнішнього боргу України.

Рис. 3. Літ. 18.

С. А. Лондарь, К. В. Кузнецов, И. М. Верещака

ВЛИЯНИЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ВНЕШНИХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПЕРЕД ЧАСТНЫМИ КРЕДИТОРАМИ НА ДОЛГОВУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ УКРАИНЫ

В статье исследованы возможности повышения долговой устойчивости сферы государственных финансов Украины после 2015 г. вследствие реструктуризации части внешнего долга, который принадлежит частным кредиторам. Результатом длительных переговоров между национальным правительством и внешними кредиторами стали договоренности, обеспечивающие уменьшение суверенного и гарантированного государством долга на 20 %, или приблизительно на 3,6 млрд долл. США, что существенно улучшает платежный баланс Украины. Определено, насколько изменится долговая нагрузка сферы государственных финансов с учетом условий реструктуризации, в частности увеличения стоимости реструктурированных долговых инструментов на 0,5 п. п., перенесения сроков погашения части государственного долга, не подлежащей списанию, с периода 2015—2023 гг. на 2019—2027 гг. Показано, что реализация этих договоренностей позволяет сделать предположение о постепенном уменьшении долговой нагрузки. Так, по текущему сценарию отношение государственного долга к ВВП в 2016 г. может

© Лондар С. А., Кузнецов К. В., Верещака І. М., 2016

составить 69 %, в 2017 г. — 66,6, в 2018 г. — 62,4, а в 2024 г. — 49,2 %. Вместе с тем, при условии проведения долговой операции, уже на конец 2015 г. такое соотношение может уменьшиться до 66,3 %. В рамках построенной модели и ввиду того, что доля гарантированного государством долга составляет 23—25 %, в 2024 г. общая долговая нагрузка на отечественную экономику не будет превышать предельный уровень в 60 %, определенный в Бюджетном кодексе Украины. Соглашение с кредиторами также открывает путь к достижению важных целей реструктуризации, предусмотренных программой сотрудничества Украины с МВФ, в частности генерирования для сектора государственных финансов 15,3 млрд долл. США в течение действия программы, достижения к 2020 г. уровня отношения государственного и гарантированного государством долга к ВВП не выше 71 %, сокращения в 2019—2025 гг. совокупной потребности государственного бюджета в финансировании.

Ключевые слова: государственный долг, долговая устойчивость, реструктуризация внешнего долга Украины.

Sergii Londar, Kostiantyn Kuznietsov, Ivan Vereshchaka

THE IMPACT OF RESTRUCTURING OF THE EXTERNAL DEBT TO PRIVATE CREDITORS AT THE DEBT SUSTAINABILITY IN UKRAINE

The possibility of improving the debt sustainability of public finance in Ukraine after 2015 in consequence of restructuring of the foreign debt owned by private lenders has been investigated in the article. As a result of long-term negotiations between the Government of Ukraine and foreign creditors there were reached the agreements, which provide reduction of sovereign and guaranteed debt by 20% or approximately by 3.6 billion US dollars, which greatly improves the balance of payments of Ukraine. The calculations of changes of debt burden of public finance have been carried out taking into account the conditions of restructuring, in particular increase of value of the restructured debt instruments by 0.5 percentage points, postponement of repayment of the public debt that cannot be written off from the period of 2015-2023 to 2019-2027. As is shown, the implementation of these transactions allows to make an assumption on a gradual reduction of the debt burden. Thus, by the current scenario, the government debt to GDP ratio may reach 69.0 % in 2016, 66.6 % — in 2017, 62.4 % — in 2018 and 49.2 % — in 2024. At the same time, providing the debt operations by the end of 2015 the debt to GDP ratio could be reduced by 66.3%. Within the framework of the developed model and given that the guaranteed government debt in total debt is approximately 23-25%, the overall debt burden on the Ukrainian economy in 2024 will not exceed the threshold of 60 % which is specified by the Budget Code of Ukraine. This Agreement with creditors also opens the way to achieve the important objectives of the restructuring, which were set in the program of cooperation between Ukraine and the IMF, in particular, to generate 15.3 billion US dollars for public finance sector during the program; to achieve public and publicly guaranteed debt to GDP ratio which does not exceed 71% by 2020; to decline the total government budget needs in funding in 2019-2025.

Keywords: public debt, debt sustainability, restructuring of external debt of Ukraine.

JEL classification: H61, H63.

Під борговою стійкістю, як правило, розуміють здатність держави виконати свої зобов'язання за державним боргом своєчасно, в повному обсязі, без істотного накопичення додаткового боргу, здійснення реструктуризації чи списання боргу, за одночасного забезпечення прийняттого рівня економічного зростання. Боргова стійкість здебільшого визначається двома складовими: 1) параметрами державного боргу (обсяг боргу, його відношення до ВВП, обсяг обслуговуючих платежів, структура боргу (внутрішній, зовнішній), його часові характеристики); 2) можливістю доступу держави до внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, необхідних для виконання боргових зобов'язань.

В Україні визначені офіційні індикатори (показники), які використовуються для оцінювання боргової стійкості. Їх запроваджено наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України “Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України” від 29.10.2013 № 1277 [1]. Цими індикаторами є відношення обсягу державного й гарантованого державою боргу до ВВП, відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, індекс ЕМВІ+ Україна, відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу.

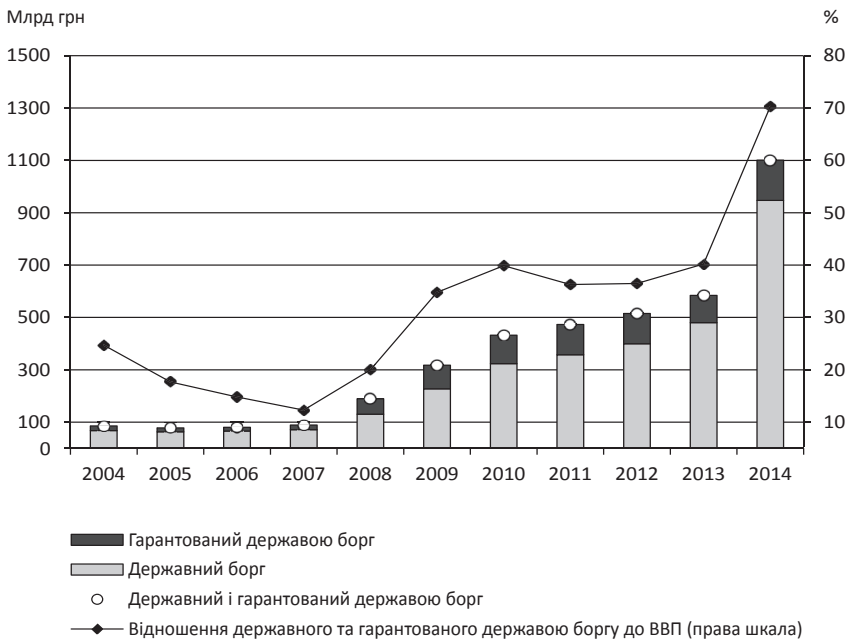
Проте оцінка за допомогою лише цих індикаторів не враховує інші важливі аспекти боргових взаємовідносин. Аналіз зарубіжних і вітчизняних джерел показує, що для комплексної характеристики особливостей державного боргу та можливостей доступу держави до внутрішніх і зовнішніх фінансових ринків із метою отримання ресурсів, необхідних для виконання боргових зобов'язань, використовується значно ширший ряд показників [2—4]. У багатьох випадках їх значення для України є критичними, тому для поліпшення ситуації необхідні кардинальні заходи.

Проблема боргової стійкості особливо загострилася для України, як і для багатьох країн світу, під час фінансової кризи 2007—2008 рр. У 2010 р. прийнято нову редакцію Бюджетного кодексу України, яка передбачала комплексну бюджетну реформу. У результаті істотно посилено роль уряду та розширено його повноваження з питань розподілу бюджетних коштів, у т. ч. регулювання боргу. Зокрема, згідно з Бюджетним кодексом України, уряд за згодою Комітету Верховної Ради України з питань бюджету дістав право самостійно змінювати напрями витрачання бюджетних коштів шляхом перерозподілу видатків між програмами в межах загального обсягу бюджетних призначень головного розпорядника, а також видатків державного бюджету на централізовані заходи між адміністративно-територіальними одиницями. Відповідні зміни внесені в порядок розподілу фінансових ресурсів при ухваленні рішень про надання державних гарантій для інвестиційних проектів. Уряду надано право самостійно розподіляти бюджетні ресурси на зазначені цілі.

Водночас варто зауважити, що бюджетна реформа, на жаль, послабила парламентський контроль; окрім того, не було запроваджено необхідних обмежень, а також ефективного моніторингу витрат із державного бюджету на підтримку квазіпублічних інститутів і позабюджетних фондів (НАК “Нафтогаз України”, Пенсійний фонд, Державна іпотечна установа, державні банки та ін.). Це призвело до зростання обсягу квазіфіскальних операцій, консервування проблем пенсійної системи, збільшення боргового навантаження. Серйозною проблемою залишається й фінансування за рахунок державних запозичень переважно поточних витрат держбюджету. Починаючи з 2008 р. у центрі уваги бюджетної політики перебували видатки соціального

спрямування. На забезпечення їх покриття йшла лівова частка податкових надходжень, а також державні запозичення.

Зазначені чинники дестабілізували механізми державного управління в борговій сфері, адже здійснення державних запозичень має спрямовуватися на фінансування потенційно прибуткових державних інвестиційних проектів, доходи від яких дадуть змогу уряду не лише повертати борг, а й покривати витрати на його обслуговування. Наслідком стало значне зростання державного боргу та порушення головного критерію боргової стійкості — перевищення відношенням державного й гарантованого державою боргу до ВВП у 2014 р. 60 % (рис. 1).



Джерело: побудовано за: Державний та гарантований державою борг України / М-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.

Рис. 1. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України протягом 2004—2014 рр.

Слід наголосити, що допустимий рівень відношення боргу сектору загальнодержавного управління до ВВП у розмірі 60 % зафіксовано й у так званих Маастрихтських критеріях для держав — членів Євросоюзу й кандидатів на вступ до нього. Цими критеріями також визначається допустимий рівень дефіциту урядового сектору (щонайбільше 3 % ВВП) та розмір інфляції в країні, котрий не повинен більш ніж на 1,5 в. п. перевищувати середній рівень трьох держав — членів ЄС, які досягли найкращих результатів за стабільністю цін.

Згідно з оцінками фахівців Світового банку, рівень заборгованості країни вважається надмірним, якщо відношення зовнішнього боргу до експорту перевищує 150 % або (для держав із високою відкритістю економіки, коли самі лише зовнішні показники можуть не давати адекватного уявлення про тягар зовнішнього боргу) відношення боргу до бюджетних доходів становить понад 250 % [4].

В Україні за підсумками 2014 р. відношення зовнішнього боргу до експорту дорівнює 234,3 % [5], а державного боргу до доходів державного бюджету — 265,3 % [6], що значно більше за розрахункові дані фахівців Світового банку. Про надмірне боргове навантаження свідчить і відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП, котре за підсумками вказаного періоду становить 70,3 %, що є порушенням норм Бюджетного кодексу України.

Вітчизняна економіка експортоорієнтована, більшість її галузей дуже чутливі до змін у зовнішньому середовищі. За прогнозами провідних міжнародних фінансових організацій, протягом наступних декількох років світова економіка залишатиметься під впливом фінансової кризи, а цілий ряд макроекономічних індексів буде складно оцінити з огляду на невизначеність дії багатьох чинників. Водночас варто враховувати те, що рецесія в промислово розвинутих країнах призводить до поступового зміщення торговельних потоків на ринки держав, що розвиваються, зокрема України. Цей фактор, на думку експертів, великою мірою забезпечуватиме макроекономічну стабілізацію та утримуватиме світову економіку від нової кризи.

Наразі український уряд поки що не може розраховувати на сприятливі умови для здійснення запозичень на західних фінансових ринках. Високий ризик, притаманний вітчизняній економіці, та військова агресія з боку Російської Федерації зумовлюють істотне подорожчання зовнішніх запозичень. При цьому залишається реальною можливість одержання кредитних ресурсів від міжнародних фінансових організацій, таких як Міжнародний валютний фонд, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Європейський банк реконструкції та розвитку, що позитивно вплине на боргову стійкість країни. Проте фінансові ресурси від названих інституцій надаються, як правило, за умови виконання відповідних програмних завдань, одним із яких є досягнення макроекономічної стабілізації у сфері державних фінансів України, що вимагає від уряду й центрального банку подолання низки ключових проблем.

Передусім це стосується об'єктивної оцінки ризиків, пов'язаних із управлінням системою державних фінансів під час економічної кризи, коли необхідно значно збільшити державні видатки на підтримку банківської системи, промислового сектору та соціально незахищених верств населення. Подолання цих проблем протягом тривалого часу переважно за рахунок боргових операцій, як зазначалося, є неефективним, оскільки за таких умов державні запозичення перетворюються з інструменту стабілізації на фактор додаткових ускладнень і розбалансування системи державних фінансів.

Неефективне управління ризиками у сфері державного боргу негативно позначається на організації боргового портфеля з точки зору строків погашення, валют або процентних ставок та значних обсягів умовних зобов'язань. Це, у свою чергу, спричиняє виникнення й поширення фінансово-економічної кризи та призводить до зниження боргової стійкості країни. Через надмірне прагнення уряду до потенційної економії на витратах за рахунок використання короткострокових боргових інструментів зі змінною ставкою у великих обсягах державний бюджет стає залежним від мінливих темпів економічного зростання та умов на фінансових ринках. Велика частка боргу в іноземній валюті створює особливі ризики, оскільки може призвести до курсового та/або грошово-кредитного тиску, якщо інвестори не будуть схильні рефінансувати державний борг. Раціональна структура боргу в розрізі валют і строків домагає уряду зменшити процентні й валютні ризики, ризики рефінансування та ін. [2].

В Україні, незважаючи на перевищення граничного рівня відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП за підсумками 2015 р., урядовий план заходів щодо зменшення загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу до визначеної межі, як передбачено в Бюджетному кодексі, поки що не оприлюднено, крім того, відсутні порядок підготовки та вимоги до структури цього документа.

Ключовими етапами розроблення урядового плану заходів мають стати:

- з'ясування причин перевищення граничного рівня державного боргу;
- визначення тенденцій макроекономічного розвитку в середньостроковій перспективі;
- оцінювання ризиків та визначення шляхів і способів розв'язання проблем;
- з'ясування потреб щодо фінансування державного бюджету;
- встановлення способу моніторингу, координації та контролю;
- складання переліку проектів законодавчих і нормативно-правових актів, які необхідно ухвалити для забезпечення досягнення поставленої мети.

Основним інструментом, що може комплексно забезпечити складові боргової стійкості, зазвичай є стратегія управління державним боргом, котра охоплює як мінімум середньостроковий період. Така стратегія спрямована на оптимізацію боргового навантаження, утримання його на економічно безпечному рівні та враховує широкий спектр чинників, що впливають на систему державних фінансів у середньо- й довгостроковій перспективах. Вона повинна формуватися за тісної взаємодії державних органів, які відповідають за проведення податково-бюджетної, грошово-кредитної політик, а також за регулювання фінансового сектору.

Виважені заходи з управління боргом та механізми податково-бюджетної й грошово-кредитної політик можуть підсилювати одні одних, сприяючи

зниженню премій за ризик у структурі процентних ставок довгострокових боргових інструментів. Грошово-кредитним органам, у рамках досягнення ними цілей грошово-кредитної політики, слід інформувати податково-бюджетні органи про потенційні наслідки можливих змін державного боргу. Обмеження запозичень, належна практика управління борговими ризиками сприяють захисту державних балансів від шоків, пов'язаних із обслуговуванням боргу.

Як показує міжнародний досвід, неефективне управління ризиками призводить до зниження рівня боргової стійкості, а в ряді випадків — до подальшого дефолту та реструктуризації державного боргу. Згідно з результатами досліджень [7], за період 1950—2014 рр. спостерігалось понад 600 окремих випадків реструктуризації суверенного боргу в усьому світі. Як зазначається, виникнення боргових криз було тісно пов'язане з основними циклами потоків міжнародного капіталу, істотний вплив на боргову стійкість мали дев'ять хвиль кредитування, під час яких сталося чимало дефолтів та багаторазово було проведено реструктуризацію суверенних боргів.

Реструктуризація суверенного боргу здійснюється, як правило, за чотирма напрямками (інституціями): Паризький клуб (неофіційна група урядів-кредиторів); міжнародні фінансові організації (МВФ і Світовий банк); Лондонський клуб (комітети, сформовані з приватних кредиторів); об'єднання кредиторів із обміну пропозиціями (в разі реструктуризації дисперсних боргових інструментів). У рамках проведення боргових операцій кожен із цих інститутів займається відповідною формою суверенного боргу. Паризький клуб розглядає справи щодо двосторонніх кредитів від урядів-кредиторів до урядів-боржників. Починаючи з 1956 р. до травня 2014 р. у рамках Паризького клубу було досягнуто понад 430 угод із 90 країнами-боржниками. Загальна сума врегульованого зовнішнього державного боргу таких країн становить більш ніж 583 млрд дол. США [8]. Хоча Паризький клуб не має формалізованого статусу, його діяльність базується на певних правилах і принципах. Відмінність між Паризьким і Лондонським клубами полягає в тому, що перший займається врегулюванням державного боргу країн-позичальників перед країнами-кредиторами, а другий розглядає питання врегулювання боргу перед приватними банками — кредиторами. Членство в Паризькому клубі передбачає постійний обмін інформацією між кредиторами про заборгованість та хід її погашення.

До компетенції МВФ і Світового банку належать справи щодо надання багатосторонньої допомоги, спрямованої на полегшення боргового тягаря. Лондонський клуб кредиторів, також відомий як Консультаційний комітет комерційних банків, — неформальне об'єднання, до якого входить близько 1000 банків-кредиторів. Ця інституція не має чітко визначеної структури та збирається у складі тих банків, котрі мають найбільші вимоги до країни-боржника, чію справу вони розглядають.

Після боргової кризи в єврозоні та аргентинської боргової кризи уряди й економічні експерти розгорнули жваву дискусію навколо питання, як найкращим чином здійснювати управління у сфері державного боргу, уникати дефолту та проводити реструктуризацію. З цією метою насамперед слід визнати, що суверенні дефолти та реструктуризація заборгованості є випробовуванням не тільки для боргової сфери, а й для всієї бюджетно-фінансової системи країни. Наступним кроком є пошук правових, економічних та інших механізмів, котрі дадуть змогу знизити ймовірність суверенних дефолтів і скоротити витрати бюджетів, пов'язані з реструктуризацією боргу. Одним із прикладів дії таких механізмів є рішення Виконавчої ради МВФ щодо Греції.

Головною причиною боргової кризи в Греції була розбалансованість державного бюджету та, як наслідок, великий дефіцит. Для покриття останнього уряд країни був змушений брати все нові боргові зобов'язання. Немоżliвість обслуговування державного боргу призвела до падіння кредитного рейтингу Греції та втрати нею доступу до дешевих вільних фінансових ресурсів на ринку. До того ж, через відсутність власної валюти вона не може додрукувати гроші, щоб розрядити ситуацію за рахунок зростання інфляції.

Варто зауважити, що обсяг державного боргу Греції та рівень боргового навантаження на її економіку є дуже динамічними. Так, за даними МВФ, якщо на початку світової фінансової кризи у 2007 р. відношення державного боргу до ВВП становило 102,8 %, у 2010 р. — 145,7 %, то за підсумками 2014 р. — уже 177,2 % [9]. Досвід Греції та інших країн свідчить, що в разі скорочення витрат темпи зростання економіки також знизяться. У такому випадку різниця між країнами полягатиме лише в темпах збільшення боргового навантаження. Коли країна не в змозі виплачувати свої боргові зобов'язання, їх потрібно якомога швидше реструктуризувати. Такий крок може бути основним способом зменшення обсягу боргу й виплат за ним.

Розв'язання боргових проблем Греції потребувало стільки часу, що почало впливати на боргову й фінансову сфери багатьох європейських країн. У цій ситуації МВФ не міг надати фінансові ресурси, оскільки спочатку уряд Греції повинен реструктурувати певну частину державного боргу з огляду на високу ймовірність дефолту¹. Найбільша реструктуризація боргу цієї країни була проведена у 2012 р.: тоді основна сума боргу була скорочена на 53,5 %, що дало змогу знизити його рівень на 106,5 млрд євро. Проте навіть після цього Греція не відчула полегшення в борговій сфері. Так, якщо у 2013 р. відношення державного боргу до ВВП становило 156,9 %, то на кінець 2014 р. збільшилося до 175 % [10].

¹ МВФ оцінив свою допомогу грецькому уряду у 2013 р. лаконічним висловом: “занадто мало, занадто пізно”. На думку фахівців МВФ, якби правила фінансової підтримки вдалося змінити ще до початку грецької кризи, економіку цієї країни вдалося би підтримати набагато ефективніше.

Окрім того, кредитори відмовляються брати участь у реструктуризації державного боргу Греції. Для запобігання розвитку такого негативного сценарію для всіх країн — членів єврозони з 1 січня 2013 р. запроваджено спеціальний інструмент — Collective Action Clause (Положення про колективні дії, далі — ПКД), котрий допомагає координувати кредиторів у разі наближення дефолту. Положення визначають процедури прийняття більшістю голосів рішень про зміну фінансових умов непогашених боргових інструментів та можуть обмежувати стимули або здатність окремих кредиторів ініціювати судові позови до боржника в разі реструктуризації суверенного боргу. Запровадження цього інструменту може сприяти пришвидшенню реструктуризації, що, у свою чергу, дає змогу уряду скоротити можливі бюджетні витрати на обслуговування й погашення боргу [3].

ПКД можна поділити на два загальних типи: перший являє собою положення про “мажоритарну реструктуризацію”, в рамках якої кваліфікаційна більшість утримувачів облігацій даного випуску може приймати рішення про зміну основних фінансових умов облігацій (тобто основної суми, процентної ставки й терміну погашення), обов’язкових для всіх інших власників цього випуску, до чи після дефолту. Традиційно ПКД англійського типу вимагає скликання зборів утримувачів облігацій. Надкваліфікована більшість досягається, якщо “за” проголосувало 75 % власників, представлених на зборах (особисто або за дорученням).

Другий тип ПКД характеризується положеннями про “мажоритарне стягнення”. Його призначення — обмежити здатність меншості власників облігацій перешкоджати процесу реструктуризації шляхом судового стягнення за своїми вимогами після дефолту, але до укладення угоди про реструктуризацію. Відповідні нормативні положення зустрічаються в облігаціях, котрі регулюються англійським і нью-йоркським правом:

1) необхідно отримати стверджувальне голосування мінімальної частини власників облігацій (як правило, це 25 % непогашеної основної суми) для прискореного виконання їхніх вимог після дефолту;

2) таке прискорене виконання може бути скасоване простою або кваліфікованою більшістю після уникнення дефолту за запланованими платежами.

Ще дієвіші норми про мажоритарне стягнення містяться в договорах про довірче управління, що регулюються англійським правом, де право порушення судових позовів від імені всіх власників облігацій надається довірчому керуючому (представникові комітету власників облігацій). Довірчий керуючий повинен вживати заходів тільки в разі надходження запиту від утримувачів необхідної частки облігацій (зазвичай 20—25 %). Окрім того, умови договору про довірче управління передбачають, що виплати за будь-яким позовом розподіляються довірчим керуючим між усіма власниками облігацій.

Хоча включення ПКД у договори облігацій є давньою практикою на ринках у окремих юрисдикціях, у т. ч. облігацій, регульованих англійським правом,

із 2003 р. спостерігається явне зміщення в бік використання ПКД у облігаціях, регульованих нью-йоркським правом (які становлять значну частину випусків державних облігацій країн із ринком, що розвивається). Наприклад, такі країни, як Бразилія, Мексика, Філіппіни та Південна Африка, включають ПКД, регульовані нью-йоркським правом [3; 11].

ПКД містяться також у договорах облігацій, регульованих правом Японії й Люксембургу. У Німеччині правове підґрунтя для використання ПКД у 2009 р. було уточнене для сприяння їх ширшому використанню у внутрішній і зовнішній емісіях облігацій. Окрім того, з 1 січня 2013 р. країни еврозони включають ПКД у нові облігації з терміном погашення понад один рік. Нарешті, цілий ряд країн із розвинутою економікою теж зобов'язалися включати ПКД у свої міжнародні випуски облігацій, щоб стимулювати їх запровадження як стандартної практики на ринку.

Криза еврозони показала, що всупереч поширеній думці, країни з розвинутою економікою не застраховані від масштабних суверенних боргових криз. Більше того, кризи в таких країнах можуть супроводжуватися більшими системними ризиками, ніж у тих, що розвиваються. Прикладом може бути боргова криза в Іспанії 2012 р., коли країна не змогла врятувати свій фінансовий сектор від деформації та звернулася по допомогу. Пакет рятувальних заходів сягнув 100 млрд євро. Основною причиною кризи в Іспанії була розбалансована фінансово-кредитна політика в житловому секторі [11]. Також слід згадати боргову кризу в Португалії. Через велику рецесію ця країна виявилася неспроможною рефінансувати свій борг. Для уникнення дефолту було розроблено низку підтримуючих програм загальною вартістю близько 79 млрд євро [12].

Важливим чинником подолання боргових криз є участь у цьому процесі судових органів. Якби проти Аргентини було виконане судове рішення за позовом власників дефолтних облігацій на суму 15 млрд дол. США, це стало б нищівним ударом для її виснажених валютних резервів. Проблема з виконанням судових рішень, зважаючи на кризовий стан державних фінансів, стала прецедентом для учасників міжнародної боргової сфери. На цьому прикладі з'явився термін “фонди-стерв'ятники”. Такі фонди скупили на вторинному ринку облігації аргентинського уряду з великою знижкою, а потім у судовому порядку намагалися отримати за них повну вартість. Проте через відсутність прозорості в переговорах між кредиторами й позичальниками представникам Аргентини було важко обґрунтувати свою позицію в суді.

У період 2004—2013 рр. боргова стійкість нашої держави не викликала великого занепокоєння, однак у 2014 р. рівень її державного й гарантованого державою боргу перевищив граничні обмеження, встановлені в Бюджетному кодексі України, і сягнув 70,3 % ВВП. Із метою зниження боргового навантаження уряд ініціював переговори зі Спеціальним комітетом кредиторів, котрі

є власниками значної частки зовнішнього державного боргу країни — нерезидентами. За результатами цих переговорів у серпні 2015 р. розпорядженням Кабінету Міністрів України № 589-р схвалено попередні умови здійснення у 2015 р. правочинів із державним боргом за державними зовнішніми запозиченнями та гарантованим державою боргом. Слід зазначити, що ці умови є попередніми та означають лише наміри уряду України та Спеціального комітету кредиторів щодо певної послідовності дій для проведення реструктуризації. Серед основних умов угоди з реструктуризації — обов'язкове погодження зі Спеціальним комітетом кредиторів проектів відповідних нормативно-правових актів України щодо юридичного захисту облігацій, які підлягають обміну.

Реалізація угоди дасть змогу знизити боргове навантаження на вітчизняну економіку, підвищити макроекономічну стабільність та створити умови для залучення інвестицій. Важливою особливістю є те, що Україна змогла домовитися про реструктуризацію та списання частини боргу, не оголошуючи дефолт та не запроваджуючи мораторій на виплати по зовнішніх запозиченнях. Домовленість із кредиторами також відкриває шлях до досягнення трьох цілей реструктуризації, визначених у програмі співробітництва України з МВФ, а саме:

- 1) генерування для сектору державних фінансів 15,3 млрд дол. США впродовж дії програми;
- 2) досягнення до 2020 р. відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП рівня, що не перевищуватиме 71 %;
- 3) зниження у 2019—2025 рр. сукупної потреби державного бюджету у фінансуванні.

У результаті довготривалих переговорів із зовнішніми кредиторами вдалося досягти домовленостей, що забезпечать зменшення суверенного й гарантованого державою боргу на 20 %. При цьому одразу після юридичного оформлення взаємних зобов'язань буде списано державний борг у обсязі 3,6 млрд дол. США, що значно поліпшить платіжний баланс України. Слід зауважити, що вартість для реструктуризованих боргових інструментів може бути на 0,5 в. п. вищою, ніж до проведення боргових операцій (7,22 % річних), але на тлі зменшення загальної суми боргу це не матиме істотного негативного ефекту. До того ж Україна вже випускала ОЗДП за ставкою 7,75 % річних — у 2010 і 2011 рр.

Для тієї частини державного боргу, яка не підлягатиме списанню, буде змінено термін погашення. Так, строки погашення, що припадали на 2015—2023 рр., буде перенесено на 2019—2027 рр. Нові облігації будуть номіновані в доларах США та випускатимуться дев'ятьма окремими серіями майже з однаковою основною сумою (з мінімальним округленням). Відповідні серії нових облігацій передбачатимуть погашення основної суми єдиним платежем

на дату погашення та погашатимуться в річницю запланованої дати випуску, котра наставатиме кожного року протягом 2019—2027 рр.

Загальний обсяг боргу, щодо якого проводяться переговори з реструктуризації, за номінальною вартістю становить 22,6 млрд дол. США та включає:

- державні єврооблігації та єврооблігації ДП “Фінансування інфраструктурних проектів” (Фінінпро) — 18 млрд дол.;
- гарантовані державою зовнішні валютні кредити державних підприємств (Укравтодор, Укрмедпостач, КБ “Південне”) — близько 0,7 млрд дол.;
- єврооблігації м. Києва — близько 0,6 млрд дол.;
- єврооблігації Укрзалізниці — 0,5 млрд дол.;
- зовнішні (приватні) борги Ощадбанку та Укрексімбанку — 2,8 млрд дол.

Проценти за кожною серією нових облігацій підлягатимуть сплаті в грошовій формі двічі на рік: у день, що настає із закінченням року й півроку від запланованої дати випуску, починаючи від дати, котра настає із завершенням шести місяців від запланованої дати випуску.

Позитивним моментом можна вважати також те, що нові облігації не підлягатимуть достроковому викупу до передбаченого строку погашення. Це означає, що при формуванні державного бюджету до обсягів державних витрат не включатимуться кошти для можливого дострокового викупу зазначених цінних паперів. Поряд із позитивними наслідками списання та реструктуризації державного боргу деякі чинники можуть нести ризики для боргової й фінансової політики України. Так, умови, за котрими розраховуватиметься вартість обслуговування, відомі як інструмент відновлення вартості (Value Recovery Instrument, VRI). Особливістю цього інструменту є його прив'язка до темпів зростання національної економіки України.

Згідно зі схемою, сформованою за домовленістю між Україною та Спеціальним комітетом кредиторів, останні не зможуть отримати жодних платежів, якщо українська економіка зростатиме повільнішими темпами, ніж 3 % на рік. У разі збільшення ВВП від 3 до 4 % на рік кредитори одержать 15 % виключно від суми перевищення 3 % ВВП. За більш ніж 4-відсоткового річного зростання вітчизняної економіки кредитори отримають 40 % вартості від кожного відсотка такого перевищення. Інструмент відновлення вартості набере чинності починаючи з 2021 р. та буде застосовуватися до 2040 р.

Розрахунки проводитимуться за такою схемою:

Якщо $3\% \leq \text{приріст реального ВВП}_{t-2} \leq 4\%$, $\text{платіж}_t = 15\% \times \text{номінальний ВВП у гривні}_{t-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times (\text{приріст реального ВВП}_{t-2} - 3\%)$.

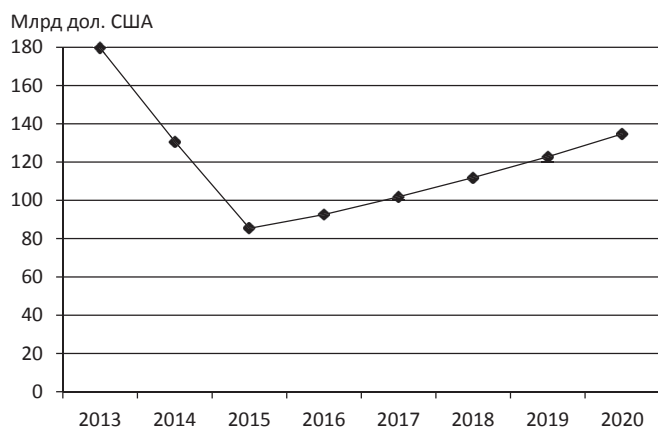
Якщо $\text{приріст реального ВВП}_{t-2} > 4\%$, $\text{платіж}_t = 15\% \times \text{номінальний ВВП у гривні}_{t-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times 1\% + 40\% \times \text{номінальний ВВП у гривні}_{t-3} \times (1 + \text{дефлятор ВВП}_{t-2}) \times (\text{приріст реального ВВП}_{t-2} - 4\%)$ [13].

Платежі за цінними паперами, прив'язаними до показників ВВП, здійснюватимуться в доларах США шляхом конвертації сум у гривні в долари

за обмінним курсом, котрий буде погоджений (наприклад, базуючись на середній ставці та з погодженого джерела). Може бути здійснено максимум 20 щорічних платежів. До січня 2021 р. жодна виплата не проводитиметься. Першою датою платежу буде 15 січня 2021 р. Причому цей платіж буде обраховано виходячи з показників ВВП за 2019 р. Україна матиме проміжок часу з вересня 2015 р. до січня 2021 р. для проведення ефективних реформ, зміцнення фінансової системи та розвитку економіки. Згідно з попередніми умовами, між 2021 і 2025 рр. цей платіж не може бути вищим від 1 % ВВП, що за прогнозними розрахунками становитиме 1,5—1,7 млрд дол. Варто зазначити, що платежі за комерційними зовнішніми позиками (погашення й обслуговування) у 2012 р. дорівнювали 0,6 % ВВП, у 2013 р. — 1,13 % і в 2014 р. — 1,56 % ВВП [14—16].

Україна не робитиме жодних платежів за VRI, доки її ВВП не становитиме понад 125,4 млрд дол. Згідно з прогнозами МВФ, вітчизняна економіка може досягти такого обсягу у 2019—2020 рр. (рис. 2). При цьому зростання економіки очікується починаючи з 2016 р. Так, номінальний обсяг ВВП у 2016 р. може становити 92,6 млрд дол., у 2017 р. — 101,9 млрд, у 2018 р. — 111,9 млрд, у 2019 р. — 122,8 млрд, а в 2020 р. — 134,7 млрд дол. [17].

За роки незалежності України зростання ВВП вище, ніж на 5 %, спостерігалось впродовж 2000—2004 рр., у 2006, 2007 і 2011 рр. За оцінками МВФ, із урахуванням волатильності зростання економік країн, що розвиваються, очікувані платежі за VRI становитимуть лише 0,3 % ВВП у 2021—2025 рр. та 0,6 % ВВП у 2026—2040 рр. [18].



Примітка. Дані за 2015—2020 рр. — прогнози.

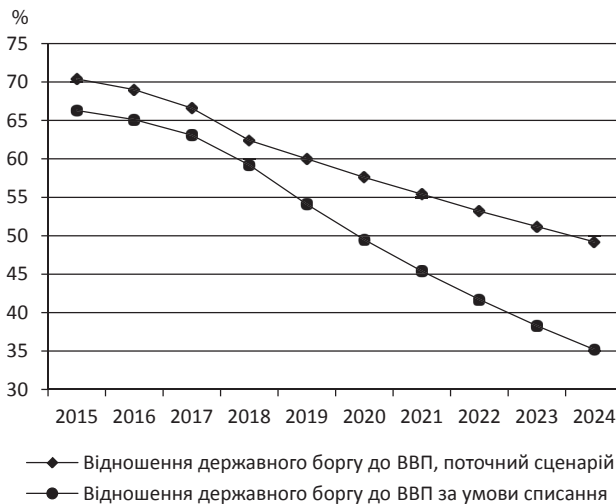
Джерело: World Economic Outlook Database [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>.

Рис. 2. Динаміка ВВП України протягом 2013—2020 рр. за даними Міжнародного валютного фонду

Визначення ВВП, процес і стандарт відповідності буде погоджено згодом. Зокрема, сторони погодять, що включає в себе ВВП, приріст реального ВВП, номінальний ВВП, дефлятор і розрахунок ВВП, адже такі визначення не можуть бути змінені без згоди. Щорічна публікація інформації про ВВП здійснюватиметься за згодою в огляді світової економіки МВФ або будь-якому подібному загальнодоступному джерелі.

Умови проведення реструктуризації повинні бути схвалені власниками кожної серії облігацій, включених до цього процесу. У разі незгоди з цими умовами власники облігацій мають право вступити в окремі переговори з урядом України. Разом із цим, оскільки Спеціальний комітет кредиторів представляє інтереси майже половини власників зовнішнього комерційного державного боргу, уряд цілком може розраховувати на успішне ухвалення умов реструктуризації з іншими кредиторами.

Порівняльна оцінка боргового навантаження на вітчизняну економіку згідно з поточним сценарієм та за умови проведення реструктуризації й списання наведена на рис. 3. На кінець 2015 р. відношення обсягу державного боргу до ВВП становило 67,4 %. Водночас, відповідно до прогнозу МВФ, найближчими роками спостерігатиметься поступове економічне зростання.



Джерело: побудовано за: Державний та гарантований державою борг України / М-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>; World Economic Outlook Database [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>; Ключові факти щодо угоди зі Спеціальним комітетом кредиторів / М-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=425499&cat_id=406607.

Рис. 3. Порівняльна оцінка боргового навантаження за поточним сценарієм та наслідків реалізації угоди про списання й реструктуризацію державного боргу України, 2015—2024 рр.

Темпи такого зростання, прогнозні обсяги державних запозичень із урахуванням рівня дефіциту державного бюджету дають підстави для припущення щодо поступового зменшення боргового навантаження. Так, за поточним сценарієм відношення державного боргу до ВВП у 2016 р. може становити 69 %, у 2017 р. — 66,6, у 2018 р. — 62,4, а в 2024 р. — 49,2 % [17].

Водночас у разі проведення боргової операції боргове навантаження може істотно знизитися. Відчутні зміни зафіксовані вже за підсумками поточного року: наприкінці 2015 р. відношення боргу до ВВП становило 67,4 %. Після кризового 2015 р. (падіння ВВП до $-9,9$ %) і невеликого збільшення у 2016 р. ($+2,2$ %) очікується певне прискорення темпів економічного зростання починаючи з 2019 р. Завдяки цьому, а також виваженому рівневі дефіциту державного бюджету ($2,0$ — $2,5$ %) боргове навантаження матиме низхідну траєкторію. Отже, згідно з побудованою моделлю та враховуючи те, що частка гарантованого державою боргу становить 23 — 25 %, у 2024 р. загальне боргове навантаження на вітчизняну економіку вже не перевищуватиме граничного рівня у 60 %, визначеного в Бюджетному кодексі України.

Підсумовуючи викладене, можна зробити такі висновки. За результатами 2014 р. показники боргової стійкості України знизилися до критичного рівня, що, зокрема, спричинено послабленням дієвого контролю та відсутністю відповідних обмежень витрат із державного бюджету на підтримку квазіпублічних інститутів і позабюджетних фондів (НАК “Нафтогаз України”, Пенсійний фонд, Державна іпотечна установа, державні банки та ін.). Зазначене, у свою чергу, призвело до збільшення обсягу квазіфіскальних операцій, консервування проблем пенсійної системи, посилення боргового навантаження.

Ще однією причиною погіршення боргової стійкості стало фінансування за рахунок державних запозичень переважно поточних витрат державного бюджету. Починаючи з 2008 р. у центрі уваги бюджетної політики перебували видатки соціального спрямування. На забезпечення їх покриття йшла лівова частка податкових надходжень, обсяг яких при плануванні бюджету постійно завищувався та не відповідав можливостям економіки, а також державні запозичення.

До руйнування боргової стійкості країни призвело й неефективне управління ризиками у сфері державного боргу, що зазвичай негативно позначається на організації боргового портфеля з точки зору строків погашення, валют або процентних ставок та значних обсягів умовних зобов'язань. Реалізація валютних ризиків у 2014 р. в умовах економічного спаду та військової агресії Росії стала джерелом виникнення й поширення проявів фінансово-економічної кризи та швидкого нарощення державного боргу за рахунок тієї його частини, що номінована у валюті.

За таких умов одним із дієвих способів відновлення боргової стійкості є реструктуризація державного боргу. Показано, що в рамках угоди з

реструктуризації, укладеної у 2015 р. між урядом України та Спеціальним комітетом кредиторів — власників зовнішніх боргових інструментів, боргова стійкість підвищуватиметься. Реалізація зазначених правочинів дає підстави для припущення щодо поступового зменшення боргового навантаження. Так, за поточним сценарієм відношення державного боргу до ВВП у 2016 р. може становити 69 %, у 2017 р. — 66,6, у 2018 р. — 62,4, у 2024 р. — 49,2 %. Разом із тим, у разі проведення боргової операції, уже на кінець 2015 р. воно може зменшитися до 66,3 %. У рамках побудованої моделі динаміки зміни боргового навантаження з урахуванням реалізації правочинів, а також того, що частка гарантованого державою боргу становить 23—25 %, загальне боргове навантаження на вітчизняну економіку вже у 2024 р. не перевищуватиме його граничний рівень у 60 %, визначений у Бюджетному кодексі України.

Таким чином, реалізація згаданої угоди дасть можливість зменшити боргове навантаження на національну економіку внаслідок реструктуризації, підвищити макроекономічну стабільність та створити умови для залучення інвестицій. Також варто наголосити, що Україна змогла домовитися про реструктуризацію й списання частини боргу, не оголошуючи дефолту та не запроваджуючи мораторію на виплати за зовнішніми запозиченнями. Крім того, домовленість із кредиторами відкриває шлях до досягнення трьох цілей реструктуризації, передбачених програмою співробітництва України з МВФ: генерування для сектору державних фінансів 15,3 млрд дол. США впродовж дії програми, досягнення до 2020 р. відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП рівня, котрий не перевищуватиме 71 %, а також зниження у 2019—2025 рр. сукупної потреби державного бюджету у фінансуванні.

Список використаних джерел

1. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 №1277 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm.
2. Revised guidelines for public debt management / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>.
3. Руководящие принципы управления государственным долгом / Worldbank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement_2014_Russian.pdf.
4. Облегчение долгового бремени / Worldbank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/BANCOMUNDIAL/EXTFAQSSPANSISH/0,,contentMDK:20704223pagePK:283622piPK:3544780theSitePK:1723673,00.html>.
5. Статистика зовнішнього сектору / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4.
6. Аналітичні матеріали щодо державного боргу / Мін-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493.
7. Sovereign debt restructuring / Centre for International Governance Innovation [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.64web.pdf.

8. Про результати аналізу причин та фінансових наслідків реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань України перед органами управління іноземних держав — членів Паризького клубу кредиторів / Рахункова палата України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/39647?cat_id=38964.

9. База даних / IMF [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/02/index.htm>.

10. Government Financial Statistic / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfs.htm>.

11. *Strupczewski J.* Euro zone agrees to lend Spain up to 100 billion euros / J. Strupczewski [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.reuters.com/article/2012/06/10/us-eurozone-idUSBRE8530RL20120610>.

12. *Lynn M.* Forget Greece; it's Portugal that'll destroy euro; One default is an accident; two is a systemic crisis / M. Lynn [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://investmentwatchblog.com/forget-greece-its-portugal-thatll-destroy-euro-one-default-is-an-accident-two-is-a-systemic-crisis/>.

13. Деякі питання вчинення у 2015 році правочинів з державним боргом за державними зовнішніми запозиченнями та гарантованим державою боргом : розпорядження Кабінету Міністрів України від 27.08.2015 № 859-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/859-2015-p>.

14. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2012 рік / Мін-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=375216.

15. Звіт про виконання Програми управління державним боргом за 2013 рік / Мін-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=399290.

16. Інформація про стан виконання Зведеного та Державного бюджетів України за 2014 рік / Мін-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=407731&cat_id=77440.

17. World Economic Outlook Database [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>.

18. Ключові факти щодо угоди зі Спеціальним комітетом кредиторів / М-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=425499&cat_id=406607.

References

1. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine. (2013). *Pro zatverdzhennya Metodichnykh rekomendacij shhodo rozrakhunku rivnya ekonomichnoyi bezpeky Ukrainy* [On approval of guidelines for the calculation of economic security of Ukraine] (Decree No. 1277, October 29). Retrieved from http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm [in Ukrainian].

2. International Monetary Fund. (n. d.). Revised guidelines for public debt management. *www.imf.org*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>.

3. World Bank. (n. d.). Rukovodyashhie principy upravleniya gosudarstvennym dolgom [Guidelines for Public Debt Management]. *treasury.worldbank.org*. Retrieved from http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement_2014_Russian.pdf [in Russian].

4. World Bank. (n. d.). Oblegchenie dolgovogo bremeni [Debt relief]. *treasury.worldbank.org*. Retrieved from <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/BANCOMUNDIAL/EXTFAQSSPANISH/0,,contentMDK:20704223pagePK:283622piPK:3544780theSitePK:1723673,00.html> [in Russian].

5. National Bank of Ukraine. (n. d.). Statystyka zovnishn'oho sektoru [External sector statistics]. *www.bank.gov.ua*. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4 [in Ukrainian].

6. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Analytychni materialy shhodo derzhavnoho borhu [Public debt analysis]. *www.minfin.gov.ua*. Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493 [in Ukrainian].

7. Centre for International Governance Innovation. (n. d.). Sovereign debt restructuring. *www.cigionline.org*. Retrieved from https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.64web.pdf.

8. Accounting Chamber of Ukraine. (n. d.). Pro rezul'taty analizu prychn ta finansovykh naslidkiv restrukturyzatsiyi zovnishnikh borhovykh zobov'yazan' Ukrayiny pered orhanamy upravlinnya inozemnykh derzhav — chleniv Paryz'koho klubu kredytoriv [About the results of analysis of reasons and financial consequences of restructuring of external debt of Ukraine before governing bodies of foreign countries - members of the Paris Club creditors]. *www.ac-rada.gov.ua*. Retrieved from http://www.acrada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/39647?cat_id=38964 [in Ukrainian].

9. International Monetary Fund. (n. d.). Database. *www.imf.org*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/02/index.htm>.

10. International Monetary Fund. (n. d.) Government Financial Statistic. *www.imf.org*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfs.htm>.

11. Strupczewski, J. (2012, June). Euro zone agrees to lend Spain up to 100 billion euros. *Reuters*. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2012/06/10/us-eurozone-idUSBRE8530RL20120610>.

12. Lynn, M. (2012, January). Forget Greece; it's Portugal that'll destroy euro; One default is an accident; two is a systemic crisis. *InvestmentWatch*. Retrieved from <http://investmentwatchblog.com/forget-greece-its-portugal-thatll-destroy-euro-one-default-is-an-accident-two-is-a-systemic-crisis/>.

13. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2015). *Deyaki pytannya vchynennya u 2015 roci pravochyniv z derzhavnym borhom za derzhavnymy zovnishnimy zapozychennyamy ta harantovanyim derzhavoyu borhom* [Some question of commission in 2015 transactions with public debt on government foreign loans and guaranteed debt] (Order No. 859-p, August 27). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/859-2015-p> [in Ukrainian].

14. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Zvit pro vykonannya Prohramy upravlinnya derzhavnym borhom za 2012 rik [Report on the Public Debt Management for 2012]. *www.minfin.gov.ua*. Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=375216 [in Ukrainian].

15. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Zvit pro vykonannya Prohramy upravlinnya derzhavnym borhom za 2013 rik [Report on the Public Debt Management for 2013]. *www.minfin.gov.ua*. Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=399290 [in Ukrainian].

16. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Informaciya pro stan vykonannya Zvedenoho ta Derzhavnoho byudzhetyv Ukrayiny za 2014 rik [Information on the status of the Consolidated and State Budget of Ukraine for 2014]. *www.minfin.gov.ua*. Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=407731&cat_id=77440 [in Ukrainian].

17. International Monetary Fund. (n. d.). World Economic Outlook Database. *www.imf.org*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>.

18. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). Klyuchovi fakty shhodo uhody zi Special'nym komitetom kredytoriv [Key facts about the agreement with the Special Committee of creditors]. *www.minfin.gov.ua*. Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=425499&cat_id=406607 [in Ukrainian].