https://doi.org/10.15407/eip2022.02.007
УДК: 336.27
JEL: H63

***Євген Бублик*[1]**
***Світлана Брус*[2]**
***Олексій Шпанель-Юхта*[3]**

ПЕРСПЕКТИВИ ТА ПЕРЕШКОДИ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ

У статті проаналізовано структуру зовнішніх боргових зобов'язань за період з 2011 р. по 2021 р. та у період з початку повномасштабного вторгнення. Визначено, що зовнішні державні зобов'язання стануть домінуючою формою залучення фінансових ресурсів у державний бюджет, а їх сума з урахуванням прогнозних даних може перевищувати 70% ВВП України, що загрожуватиме фінансовій безпеці держави.

Дано оцінку складнощам реструктуризації зовнішнього боргу у розрізі питомої ваги кредитора та ваги короткострокових виплат, що припадають на період 2022–2023 років. Зроблено висновок, що на початок 2022 р. найбільшу питому вагу у структурі зовнішніх зобов'язань становила заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішніх ринках та зобов'язання перед міжнародними фінансовими організаціями та ЄС. Основні виплати за ними припадають на треті квартали 2022 р. та 2023 рр. (3,0 та 3,6 млрд дол. США відповідно), на сплату відсотків припадає 30% з усієї суми виплат.

[1] **Бублик, Євген Олександрович** – д-р екон. наук, провідний науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), ORCID: 0000-0002-6080-9341, e-mail: bubl13@gmail.com
[2] **Брус, Світлана Іванівна** – канд. екон. наук, провідний науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), ORCID: https://orcid.org/0000-0001-5373-273X, e-mail: brus_svitlana@ukr.net
[3] **Шпанель-Юхта, Олексій Ігорович** – канд. екон. наук, молодший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), ORCID: https://orcid.org/0000-0001-9674-1337, e-mail: shpazkel@gmail.com

© Бублик Є.О., Брус С.І., Шпанель-Юхта О.І., 2022

Розглянуто можливі механізми списання та реструктуризації зовнішніх боргів держави з урахуванням міжнародного досвіду пов'язаного із кризами та воєнними конфліктами. Проаналізовано такі механізми списання та реструктуризації зовнішньої заборгованості: План Брейді для реструктуризації заборгованості країн, що розвиваються; програми полегшення боргу для найбідніших країн – HIPC (heavily indebted poor countries) та MDRI (The Multilateral Debt Relief Initiative).

Визначено напрями роботи з мінімізації зовнішніх зобов'язань України у 2022–2023 рр. Зроблено висновок щодо ініціювання ведення перемовин стосовно реструктуризації та списання зовнішнього боргового навантаження для полегшення тягаря виплат по зовнішніх боргах, зокрема і ВВП-варрантів. Таке завдання повинно бути здійснене якнайшвидше до періоду настання найбільших виплат та з урахуванням наявної підтримки урядів провідних іноземних країн[4].

***Ключові слова**: державний борг, зовнішні боргові зобов'язання держави, ВВП-варранти, реструктуризація та списання зовнішнього боргу, зовнішні державні позики*

Після ескалації воєнних дій та повномасштабного вторгнення ворога українська економіка зазнає величезних втрат. За офіційними оцінками вони можуть становити до 50% річного ВВП[5]. За таких втрат постає вагома загроза фінансовій безпеці держави, а існуючий тягар зовнішніх зобов'язань України обмежує фінансові ресурси для її обороноздатності. Саме тому пошук шляхів мінімізації зовнішнього боргового навантаження Української держави постає одним із першочергових завдань для уряду.

Різні аспекти реструктуризації боргів розглядали багато як зарубіжних, так і українських авторів. Зокрема, Д. Стігліц та Х. Рашід [1], М. Рейнхард та К. Рогофф [2], А. Козе та ін. [3], а також Н. Рубіні [4] у своїх працях розглядали згубність впливу зростання боргового

[4] Публікацію підготовлено в межах виконання НДР "Забезпечення ефективності грошово-кредитної політики в Україні в умовах глобальної економічної дестабілізації" (№ держреєстрації: 0121U000024).

[5] Інтерв'ю з міністром фінансів Сергієм Марченком. 14.03.2022. URL: https://forbes.ua/inside/na-desyat-okhoplenikh-viynoyu-regioniv-pripadae-50-vvp-ukraini-ministr-finansiv-sergiy-marchenko-pro-ekonomichni-naslidki-viyni-intervyu-14032022-4595

навантаження на глобальну економіку та на окремі країни. Вітчизняні вчені В. Козюк [5], Т. Богдан [6], В. Сіденко та ін. [7], С. Лондар та ін. [8], В. Пинзеник [9], І. Луніна [10] аналізували вплив зовнішнього боргового навантаження на бюджет та економіку в період глобальних шоків та зовнішніх криз. Нинішня ситуація в Україні щодо виплати зовнішніх боргів та високого боргового навантаження в умовах ведення повномасштабних бойових дій та втрати майже половини ВВП є унікальною та вченими-економістами майже не аналізувалася. На жаль, для України питання списання та реструктуризації боргів у такий непростий період є вкрай актуальним і життєво необхідним.

Характеристика структури зовнішніх боргових зобов'язань України

Після того, як РФ розпочала повномасштабну війну проти України, обсяг і структура наших зовнішніх державних зобов'язань зазнали відчутних змін. На 01.04.2022 р. державний та гарантований державою зовнішній борг України становив 1 473,52 млрд грн, або **50,37 млрд дол. США**. Для порівняння, на початок 2022 р. зовнішній державний борг становив **1 300,12 млрд грн** (**47,66 млрд дол. США)**, тобто 25,2% ВВП[6]**.**

Проте після початку повномасштабного вторгнення РФ сума зовнішнього державного та гарантованого державою боргу України збільшилась у гривневому еквіваленті на **173,04 млрд грн** та у доларовому еквіваленті на **2,71 млрд дол. США**)[7]. З урахуванням прогнозів економічного зростання України на початок квітня сума зовнішніх державних зобов'язань України становила **63,2% ВВП**[8]. За збереження тенденцій до кінця року зовнішнє боргове навантаження України цілком може перевищити і 70%, а це суттєво більше за оптимальний рівень 30–40% [5, с. 93] (динаміка зовнішнього державного боргу України протягом останніх 10 років представлена на рисунок).

[6] Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg

[7] Із урахуванням девальвації після початку повномасштабного вторгнення гривневий еквівалент суми зовнішнього боргу збільшився приблизно на 10%.

[8] Очікуване скорочення ВВП України у 2022 р. за прогнозом Світового банку становитиме 45%.

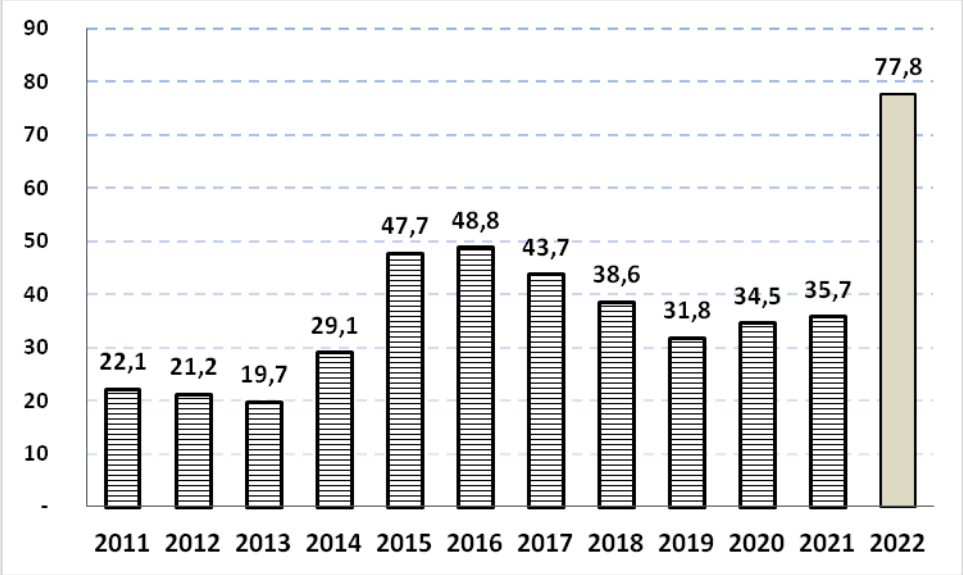

Рисунок. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України у 2011–2022 рр., *% ВВП*

Джерело: статистичні дані НБУ та Міністерства фінансів.

Таким чином тенденції формування державного боргу показують, що для України зовнішні зобов'язання набувають домінуючої форми залучення фінансових ресурсів державою, а темпи зростання їх питомої ваги стають загрозливими для безпеки держави.

Оцінку складнощів реструктуризації зовнішнього боргу Української держави потрібно розглядати у **двох аспектах, таких як питома вага кредитора та вага короткострокових виплат, що припадають на період 2022–2023 рр**. Другий аспект наразі формує найбільший ризик для фінансової безпеки держави.

Стосовно першого аспекту – питомої ваги кредитора – структура валового зовнішнього боргу України включає чотири основні складові зобов'язань (окрім гарантій):

1) зобов'язання Української держави за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку (євробонди) – 48,1%, або 21,2 млрд дол. США;

2) зобов'язання за позиками, одержаними на розвиток або як фінансова допомога від міжнародних фінансових організацій та ЄС, – 35,6%, або 15,7 млрд дол. США (із цієї суми на ЄС припадає 29,4%; на МВФ – 25,7%; МБРР, ЄІБ та ЄБРР – 44,8%);

3) зобов'язання, віднесені до інших категорій, де обліковуються інші позики від МВФ, – припадає 9,2% зовнішнього боргу, або 4,1 млрд дол. США;

4) зобов'язання за позиками урядів іноземних держав та іноземних комерційних банків становлять 7,01% зовнішнього боргу, або 3,1 млрд дол. США[9].

Як можна побачити, у структурі зовнішніх зобов'язань найбільшу частину становить заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішніх ринках – 48,1%, а також зобов'язання перед міжнародними фінансовими організаціями та ЄС – 35,6%.

Слід також зазначити, що у структурі зовнішнього боргу Україна має зобов'язання, сформовані внаслідок угоди 2015 р. між урядом України та міжнародним Комітетом кредиторів щодо реструктуризації зовнішнього боргу України. За цією угодою 20% боргових зобов'язань, або 3,6 млрд дол. США були списані та замінені специфічним інструментом – ВВП-варрантами. До повномасштабного вторгнення РФ ці зобов'язання потенційно мали дуже обтяжливий характер. З огляду на очікуване скорочення ВВП України, ця проблема відтерміновується, проте наразі для її вирішення виникають сприятливі умови, про що йтиметься нижче.

Стосовно другого аспекту – тягаря короткострокових виплат у 2022–2023 рр. – відповідно до довідки НБУ[10], **витрати на обслуговування (сплата відсотків і погашення основної суми) урядом та НБУ зовнішньої заборгованості становитимуть 7,6 млрд дол. США у 2022 р. і 8,2 млрд дол. США у 2023 р.**[11]. Розподіл цих витрат представлено у табл. 1:

Таблиця 1

Календар планових платежів за зовнішньою заборгованістю перед нерезидентами у 2022–2023 рр. (станом на 01.04.2022 р.)

	Обсяги платежів у 2022 р.				**Обсяги платежів у 2023 р.**			
	I кв.	**II кв.**	**III кв.**	**IV кв.**	**I кв.**	**II кв.**	**III кв.**	**IV кв.**
Сектор ЗДУ	**1 338**	**860**	**2210**	**914**	**1 304**	**932**	**3 035**	**1 131**
основна сума	565	439	1 485	584	561	527	2 363	855
відсотки	773	420	725	329	743	405	671	277

[9] *Довідково*: окрім сектора державного управління, зовнішні зобов'язання корпоративного сектора України нараховують 49,2 млрд дол. США. З них 3,4 млрд дол. США припадає на депозитні корпорації (майже половина зобов'язань – це довгострокові кредити) та 45,7 млрд дол. США – на сектор нефінансових корпорацій (більшою частиною довгострокові кредити). *Джерело*: офіційна статистика зовнішнього сектора від НБУ.

[10] Календар планових платежів за зовнішньою заборгованістю / Статистика зовнішнього сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4

[11] Близько 17% цих сум припадає на сегмент ОВДП у власності нерезидентів.

Закінчення таблиці 1

НБУ	**722**	**291**	**613**	**287**	**606**	**277**	**601**	**271**
основна сума	687	257	579	257	579	261	587	261
відсотки	35	34	34	30	26	16	14	10
Усього	***2 060***	***1 151***	***2 823***	***1 201***	***1 910***	***1 209***	***3 636***	***1 402***
основна сума	*1 252*	*696*	*2 064*	*841*	*1 140*	*788*	*2 950*	*1 116*
відсотки	*808*	*454*	*759*	*359*	*769*	*421*	*685*	*287*
У т.ч. кредити МВФ (сектор ЗДУ та НБУ)	**870**	**324**	**872**	**323**	**861**	**295**	**1 103**	**546**
основна сума	810	257	800	257	800	261	1 072	523
відсотки	60	67	72	66	61	34	31	23

Джерело: Календар планових платежів за зовнішньою заборгованістю перед нерезидентами за станом на 01.04.2022 / Статистика зовнішнього сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/Schedule.xlsx

Як можна побачити, найбільш напруженими за виплатами є треті квартали 2022 р. і 2023 р., на які відповідно припадає 3,0 та 3,6 млрд дол. США. Із загальної суми обслуговування зовнішніх державних зобов'язань Української держави у 2022–2023 рр. 70% виплат припадає на повернення суми боргу та 30% – на сплату відсотків.

Також більша частина виплат у 2022 р. та 2023 р. пов'язана зі сплатою відсотків та обслуговуванням емітованих урядом євробондів (2,6 млрд дол. США у 2022 р. та 2,8 млрд дол. США у 2023 р. відповідно). Обслуговування заборгованості перед МВФ (переважно – погашення раніше взятих траншів) за ці роки становитиме 2,4 та 2,8 млрд дол. США. Решта 1,9 та 2,6 млрд дол. США із сум обслуговування зовнішніх державних зобов'язань припадає на кредити уряду.

Оцінка наявних механізмів списання та реструктуризації зовнішніх боргів держави

Потрібно зазначити, що на офіційному рівні поки що немає впевненості у необхідності списання частини зовнішнього боргу України в умовах війни, економічних втрат та погіршення глобальної ринкової кон'юнктури. Хоча пропозиції списати частину зовнішніх офіційних зобов’язань України після повномасштабного вторгнення РФ депутати та експерти озвучували неодноразово [11], Мінфін України офіційно виступає проти такої ініціативи, наполягаючи, що це може ускладнити нові запозичення. Це безумовно так і є, але все ж

потрібно зважати, що іноземні приватні інвестори і так навряд чи стануть купувати українські боргові облігації в умовах війни, а всі запозичення відбуватимуться або на внутрішньому ринку, або на умовах міжнародної партнерської підтримки.

Крім причин, пов'язаних з війною, необхідність ініціатив зі списання зовнішнього боргу України потрібно розглядати і в глобальному контексті. Дж. Стігліц відзначає, що після удару, якого завдала економікам світу пандемія, понад 100 країн із низьким і нижчим за середній рівнями доходів змушені сплачувати близько 130 млрд дол. США лише на обслуговування власних боргів [1]. На етапі висхідної фази циклу зростання заборгованості прискорювало в таких країнах економічне зростання [2], але після переходу в 2009 р. до глобальної рецесії обслуговування зовнішніх боргів здебільшого стало обмежувати їх розвиток. У половині країн з економіками, що розвиваються, рівень боргу перевищує 30% їх ВВП [3], а у п'ятій частині – понад 70% [6, с. 127].

Стрімкому нарощуванню рівня зовнішнього боргу у країнах, що розвиваються, сприяли заходи розвинених країн із вгамування кризи й уникнення масштабних банкрутств. З одного боку – це глобальне зниження відсоткових ставок [4], а з іншого – масштабна монетарна емісія та державні видатки [7, с. 20].

На початку 2022 р. Світовий банк опублікував звіт, де звернув особливу увагу на загрозливе зростання у період пандемії суверенних боргів у країнах із рівнями доходів низьким та нижчим за середній [12]. На думку фахівців Світового банку, для таких країн головний шлях подолання цього ризику полягає у реструктуризації заборгованості у поєднанні із середньостроковим планом податково-бюджетних і економічних реформ.

Особливо важливо для таких країн проводити реструктуризацію заздалегідь, не очікуючи дефолту. Випереджаюча реструктуризація, на думку фахівців фонду, займає менше часу, ніж реструктуризація після дефолту, вона супроводжується меншим спадом виробництва і коротшим періодом виключення країни з ринків капіталу.

Загалом міжнародні фінансові інституції – Світовий банк, МВФ, ЄБРР – системно працюють лише з реструктуризацією зовнішньої суверенної заборгованості, а списання є епізодичними і відбуваються в особливих випадках. Як правило, такі випадки пов'язані із воєнними конфліктами або критично бідними країнами. Але в умовах загострення європейської боргової кризи 2009–2018 рр. на рівні

міжнародних інституцій стало з'являтися дедалі більше матеріалів, які обґрунтовують розширення ініціатив із реструктуризації та списання суверенної заборгованості країн, що розвиваються. Зокрема, цьому питанню було присвячено записку секретаріату ЮНКТАД ООН "Стратегії розвитку в умовах глобалізації: багатосторонні процеси управління суверенним зовнішнім боргом" [13].

Найвідоміший приклад списання більшої частини боргу для Федеративної Республіки Німеччина відбувся у 1953 р. Тоді Німеччина несла тягар як воєнних боргів, так і повоєнних кредитів, отриманих зокрема від США, Великої Британії Франції, Іспанії. Її борги становили приблизно чверть від національного доходу, тобто були удвічі нижчими за нинішні українські. Тим не менш того року в Лондоні вдалося досягнути домовленості, за якою 50% боргу було списано, а виплати щодо другої половини реструктуризовано (відтермінування на 30 років, можливість витрачати на обслуговування боргу не більше 3% експортної виручки). У результаті останній транш було виплачено лише у 2010 р.

Таке списання боргів, а також спосіб, у який це було зроблено, стали життєво важливими для відновлення всієї післявоєнної Європи [14]. Так само життєво важливою для Європи тепер є перемога України. Тому, за підтримки урядів європейських країн, є сенс нагадати цей приклад хоча б у межах розрахунків з європейськими інституціями (ЄС, ЄІБ), на які припадає понад 6 млрд дол. США валових зовнішніх зобов'язань Української держави.

Інші відомі випадки списання боргів:

– списання боргу Іраку в 2004 р. після операції США та союзних сил у 2003 р. загальним обсягом у 80% вартості боргу;

– списання 100% боргу Конго (2,4 млрд дол. США) – як через попередні воєнні конфлікти, так і внаслідок економічного спаду в 2010 р.;

– списання у 2009 р. із Сербії 0,5 млрд дол. США боргу Косово після відокремлення від неї останнього[12].

Проте відомі також випадки списання, викликані не війною, а наслідками важких трансформаційних реформ. Наприклад, у 1993–1994 рр. Паризький клуб списав Польщі 50% заборгованості та 80% відсотків, а Лондонський клуб списав Болгарії до 48% зовнішнього боргу.

[12] СБ списав з Сербії 550 млн дол. боргу Косово. *РБК-Україна*. 27 серпня 2009. URL: https://daily.rbc.ua/ukr/show/vb_spisal_s_serbii_550_mln_doll_dolga_kosovo_1251351779

На відміну від списання, ініціативи з реструктуризації зовнішньої заборгованості мають більш системний характер. Із кінця 1980-х років на тлі важких боргових криз країн Латинської Америки такі ініціативи втілилися у низку відповідних механізмів.

Одним із перших таких механізмів став *План Брейді для реструктуризації заборгованості країн, що розвиваються* (конвертація заборгованості та здешевлення вартості обслуговування) [15]. Після цілої низки банкрутств та тривалої боргової кризи банкіри Лондонського клубу були готові змиритися із непогашенням частини кредиту в обмін на впевненість у тому, що іншу частину кредиту вони отримають у встановлений термін. З огляду на це у 1989 р. міністр фінансів США Ніколас Брейді оголосив про план, згідно з яким країна списувала частину свого боргу перед кредиторами, а решта боргу та відсотки гарантувалися довгостроковими казначейськими облігаціями США. План Брейді щодо скорочення боргу в поєднанні із зміцненням економіки у так званих "15 країнах Брейді" допоміг цілій низці країн-дебіторів із середнім рівнем доходів повернутися до фінансової стабільності. Водночас більшість бідних країн від плану Брейді нічого не виграли, оскільки переважна частина їхньої заборгованості припадала на країни – кредитори Паризького клубу та МФО.

На тлі подальшого загострення у світі проблеми країн-боржників у 1996 р. МВФ і Світовим банком було ініційовано найбільшу наразі *програму полегшення боргу для найбідніших країн – HIPC (heavily indebted poor countries)*. Мета цієї ініціативи – забезпечити, аби жодна бідна країна не стикалася із борговим тягарем, з яким вона не може впоратися. У 1999 р. цю ініціативу переглянули та розширили її цільовий характер – тепер списання боргів було пов'язано зі спрямуванням вивільнених за їх обслуговування коштів на соціальну політику та боротьбу з бідністю.

Для участі у цій програмі країни мають відповідати певним критеріям, а також узяти зобов'язання вжити заходів для зменшення бідності та продемонструвати на цьому шляху хороші результати. На початковому етапі МВФ і Світовий банк здійснюють проміжне списання боргу, а за виконання країною своїх зобов'язань борг списується повністю .

Щоб отримати допомогу в рамках Ініціативи HIPC, країна повинна відповідати таким чотирьом умовам: а) мати право брати позики в Агентстві міжнародного розвитку Світового банку, що надає безвідсоткові позики та гранти найбіднішим країнам світу, а також у

Фонді скорочення бідності та розвитку МВФ, що надає позики країнам із низьким рівнем доходу за субсидованими ставками; б) зіткнутися із непосильним борговим тягарем, який неможливо вирішити за допомогою традиційних механізмів полегшення боргу; в) мати визначений напрям реформ, узгоджений з МВФ та Світовим банком; г) представити програмний документ про стратегію подолання бідності. Після того, як країна досягла достатнього прогресу у виконанні цих чотирьох критеріїв, виконавчі ради МВФ і Світового банку офіційно приймають рішення про її право на списання боргу, а міжнародне співтовариство зобов'язується скоротити борг до рівня, який вважається прийнятним.

Перший етап у рамках Ініціативи HIPC називається моментом прийняття рішення. Як тільки країна досягне моменту прийняття рішення, їй одразу певним чином скорочують боргові виплати. Другий етап – точка завершення. Для того, щоб отримати повне і безповоротне скорочення боргу, доступного в рамках HIPC, країна повинна: а) прийняти подальшу програму, підтриману позиками МВФ і Світового банку; б) задовільно впроваджувати ключові реформи, узгоджені на момент прийняття рішення; в) прийняти та впровадити свою Стратегію подолання бідності протягом щонайменше одного року. Коли країна відповідає цим критеріям, вона може досягти стадії завершення, що дозволяє їй отримати повне списання боргу [16].

Наразі це найбільш поширений механізм. З його використанням було полегшено борг для 39 найбідніших країн світу (країни з низьким рівнем доходу за класифікацією Світового банку), переважно африканських, відношення зовнішнього боргу до ВВП яких становило 150–200%.

Механізм HIPC вимагає участі всіх кредиторів – урядових та комерційних. Ініціатива має на меті довести тягар обслуговування боргу країн до посильного рівня в обмін на проведення раціональної бюджетної політики, значного полегшення тягаря заборгованості та отримання нової допомоги. Щоб отримати право на таку допомогу, країна повинна мати досить низький дохід на душу населення, щоб відповідати критеріям пільгового кредитування з боку МВФ та Світового банку, а тягар її заборгованості має бути визнаний непосильним навіть після традиційних заходів щодо його полегшення (наприклад, на Неапольських умовах Паризького клубу).

Однією з особливостей Ініціативи HIPC є те, що вона ґрунтується на участі таких кредиторів, як МВФ, Світовий банк та регіональні

банки розвитку. Зазвичай їх кредити списанню не підлягають. Водночас Ініціатива передбачає доволі тривалу процедуру та оперує невеликими сумами реструктуризації, а країна, що потрапила до цієї програми, фактично визнається банкрутом.

З огляду на неможливість вирішення боргових проблем лише шляхом реструктуризації, згодом програма HIPC була доповнена *багатосторонньою програмою списання боргу (МВФ, СБ) – The Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI).* Через надмірне накопичення зовнішнього боргу бідними країнами, що тривалий час брали участь у ініціативі HIPC, у 2006 р. на саміті G-8 у Гленіглсі Світовий банк, МВФ та Африканський фонд розвитку об'єднали свої зусилля для реалізації Багатосторонньої ініціативи зі списання заборгованості.

Механізм цієї ініціативи передбачає стовідсоткове анулювання заборгованості перед цими трьома організаціями усіх країн, що беруть участь в ініціативі HIPC і досягли її завершального етапу. Призначення ініціативи MDRI полягає у наданні таким країнам допомоги стосовно виконання цілей розвитку тисячоліття ООН. У рамках цієї програми частково списано борг 19 країнам.

Потужний поштовх розвитку ініціатив із полегшення навантаження для країн-боржників дала пандемія 2020 р. Під її впливом за участі провідних МФО було розроблено Програму для підвищення якості управління боргом для країн, що найбільше постраждали від пандемії COVID-19. Наразі ця програма випробовується і тому застосовується лише частково.

Загальним недоліком усіх цих механізмів є їх орієнтація на найбідніші країни, внаслідок чого розглядається реструктуризація або списання вкрай невеликих сум боргу – зазвичай до 1 млрд дол. США. У випадку інших, більш розвинених країн, зокрема України, йдеться про десятки мільярдів дол. США. До того ж процес нагромадження суверенних боргів набув більш складного характеру. Значна частка таких боргів припадає на нетрадиційних кредиторів (приватних інвесторів, офіційних кредиторів, що не входять до Паризького клубу, а також пов'язаних кредиторів – державні підприємства та спеціальні компанії) [12]. Непрозора структура власників державного боргу в таких країнах ускладнює процедуру узгодження реструктуризації або списання.

Попри перераховані складнощі, не слід недооцінювати вигоду від будь-якого скорочення обсягів зовнішнього боргу України. Може скластися враження, що виплати цього року не є занадто великими і

перекриються новими позиками від країн-партнерів. До кінця 2022 р. найбільші виплати України припадатимуть на вересень, а за рік загалом вони становитимуть 7,6 млрд дол. США. Цю суму складно вважати незначною, оскільки зрозуміло, що кожен зекономлений мільярд наразі для України є суттєвим для перемоги.

Напрями роботи з мінімізації зовнішніх зобов'язань України у 2022–2023 рр.

Аналіз представленої структури зовнішніх боргових зобов'язань дає підстави говорити про необхідність кардинального полегшення тягаря виплат для України у період 2022–2023 рр. – як найбільш важкого для державних фінансів. Це завдання має бути вирішене якнайшвидше, не чекаючи періодів найбільших виплат, і для цього потрібно мати на увазі таке.

1. Насамперед потрібно ініціювати питання скорочення частки боргового навантаження, пов'язаного із обслуговуванням євробондів та ОВДП у власності нерезидентів. Такий крок слід вважати найбільш реальним. Для цього є сенс розглянути можливість за підтримки Паризького клубу кредиторів оголосити мораторій на виплату відсотків за цими зобов'язаннями до закінчення воєнного стану в Україні, що дозволить Україні зекономити понад 900 млн дол. США у першому півріччі 2022 р. Якщо воєнний стан продовжиться і у другому півріччі, то доведеться вести мову про відтермінування відповідним чином кінцевого строку їх погашення, що дозволить зекономити ще понад 2,1 млрд дол. США.

2. Заборгованість України перед урядами інших країн невелика за обсягом – загалом 1,5 млрд дол. США. У структурі зобов'язань є певний обсяг зобов'язань держави та корпоративного сектора перед урядом РФ та російськими банками, станом на кінець 2021 р. – 610 млн дол. США[13]. Є сенс у першу чергу закрити ці зобов'язання шляхом списання.

3. Найбільш складно із зобов'язаннями України перед МВФ і Світовим банком. Лише у 2022 р. уряд має повернути цим інституціям понад 4 млрд дол. США. Складність полягає в тому, що придатного для України офіційного механізму реструктуризації боргів МВФ та Світового банку не існує. Наявні механізми реструктуризації боргів доволі специфічні й орієнтовані передусім на найбідніші країни.

[13] Дані статистики Міністерства фінансів на 31.12.2021 р.

Реструктуризація або відтермінування цих виплат надали б суттєву допомогу у захисті фінансової безпеки держави.

4. Вирішення проблеми ВВП-варрантів, яку відтерміновано у зв'язку із воєнними діями та значними втратами української економіки. Водночас потрібно мати на увазі, що після суттєвого скорочення ВВП України під час війни у повоєнний період слід очікувати, що і темпи відновлення можуть мати номінально високі показники. Тоді відрахування України зовнішнім кредиторам за ВВП-варрантами досягнуть приголомшливих обсягів. Саме тому проблему ВВП-варрантів України необхідно вирішити ще під час війни.

Управління частиною зобов'язань, емітованих у вигляді ВВП-варрантів

За угодою щодо реструктуризації зовнішнього боргу між урядом України та міжнародним Комітетом кредиторів України частина платежів (14,4 млрд дол. США), термін сплати яких спливав, у 2015 р. було відстрочено на чотири роки: з 2015–2023 рр. на 2019–2027 рр. зі збільшенням відсоткової ставки (із 7,2 до 7,75%). При цьому 20% боргових зобов'язань, або 3,6 млрд дол. США, було списано та замінено специфічним інструментом – ВВП-варрантами (або інструментами відновлення вартості – value recovery instruments, VRI) на таких умовах погашення:

– виплати проводяться щорічно з 2021 р. до 2040 р., у разі, якщо номінальний ВВП перевищить 125,4 млрд дол. США (цього рівня уже досягнуто у 2018 р.);

– виплати залежать від темпів зростання ВВП України: до 3% річного приросту ВВП – виплат немає; від 3 до 4% – виплати становлять 15% суми приросту ВВП; понад 4% – виплати становлять 40% суми приросту ВВП;

– у період 2021–2025 рр, загальна сума виплат не може перевищувати 1% ВВП України, після 2025 р. сума виплат не лімітована.

ВВП-варранти не є новим інструментом, але їх використання епізодичне. З 2000 р. відомо чотири випадки їх випуску. Окрім України, це Аргентина у 2005 р. і 2010 р. та Греція у 2012 р. Жодний з цих випадків не мав успішного завершення: Аргентина знову повернулася до реструктуризації у 2016 р., а Греція протягом наступних шести років накопичила рекордний рівень зовнішньої заборгованості [8, с. 46]. Характерно, що останні відомі випадки

реструктуризації суверенного боргу в 2020 р. (Аргентина та Еквадор) цей інструмент уже не включали.

У Греції термін дії угоди з ВВП-варрантами охоплює період з 2015 р. по 2042 р. Країна повинна сплачувати 1% від номінальної вартості 62,4 млрд євро за умови зростання ВВП понад 2–2,9%. У випадку Аргентини у 2005 р. і в 2010 р. також були емітовані ВВП-варранти терміном у 30 років. Вони підлягали оплаті у роки, коли приріст ВВП перевищить 3%. І коли Україна сплачує кредиторам 15% або 40% від суми перевищення встановленого індексу приросту ВВП, Аргентина – лише 5%[14]. Тобто на відміну від України у Аргентини і Греції загальна сума виплат за ВВП-варрантами навіть теоретично не може перевищити номінальної вартості зобов'язань.

У разі українського варіанта є деякі специфічні механізми захисту кредиторів, які раніше були відсутні (або більш неоднозначні). Зокрема, опціон пут, який дозволяє власникам ВВП-варрантів України вимагати від українського уряду їх викупу за номінальною вартістю. Також Україні заборонено розраховуватись із кредиторами на більш вигідних умовах, ніж передбачено цією угодою. Якщо це положення буде порушено, це спричинить автоматичний дефолт за реструктуризованими зобов'язаннями. За цією угодою для України є й інші особливі умови [17].

Вочевидь причиною обмеженого використання ВВП-варрантів є їх винятково невигідні для країни-емітента умови. Зокрема й у випадку України [9, с. 114]. Прийняті Україною умови певною мірою нагадують кредитну кабалу і практично виключають можливість економічного зростання української економіки річними темпами понад 4% – оскільки майже половина суми перевищення приросту вище за 4% лягатиме борговим обтяженням на державні фінанси.

Якщо на етапі повоєнного відновлення економіка України відроджуватиметься темпами понад 10%, що з огляду на ефект низької бази є цілком реальним, виплати уряду лише держателям варрантів сягнуть 6 млрд дол. США на рік. Розрахунково співвідношення між темпами економічного зростання і обсягом додаткового боргу України після 2025 р. (без дисконту) представлено у табл. 2.

[14] Виплати за ВВП-варрантами. Скільки і кому заплатить Україна за економічне зростання / Мінфін. URL: https://minfin.com.ua/2020/02/20/40846523/

Таблиця 2

Розрахункові обсяги річної виплати за ВВП-варрантами при різних темпах економічного зростання після 2025 р.

Темп приросту ВВП, *%*	**Обсяг річної виплати за ВВП-варрантами,** *млрд дол. США*
3–4	0–0,25
4–5	0,25–1,6
5–6	1,6–2,3
6–7	2,3–3,0
7–8	3,0– ,75
9–10	4,5–5,25
11–12	6,0–6,8

Джерело: власні розрахунки.

Проте найгіршим слід вважати варіант, якщо після декількох років економічного зростання із темпом понад 5% ВВП українську економіку спіткає криза. Тоді уряду доведеться сплачувати за ВВП-варрантами мільярди доларів на тлі скорочення економіки та доходів бюджету.

Із тим, що вимоги за зазначеними інструментами є надмірними, погоджується навіть МВФ, фахівці якого у звіті "Роль інструментів умовного державного боргу в реструктуризації суверенного боргу", що був опублікований 19.11.2020 р. [18], зазначають, що за річного показника зростання ВВП України 5% приріст бюджетних видатків становитиме 0,55% ВВП. І лише за умови, якщо приріст ВВП не буде перевищувати 4%, виплати за ВВП-варрантами залишатимуться на прийнятному рівні. Як зазначають фахівці МВФ, самі по собі ВВП-варранти видаються сумнівним інструментом, оскільки мають нестандартний дизайн, низьку ліквідність та сильно залежать від впливу екзогенних чинників, а їх використання називають спорадичним. Вітчизняні науковці також відзначають, що значні обсяги боргових виплат України до 2049 р., з урахуванням вимог реструктуризації 2015 р., призведуть до ускладнення бюджетної ситуації, створюючи загрозу для довгострокової стійкості публічних фінансів [10, с. 113].

Зважаючи на викладене вище, Україні необхідно вирішити проблему ВВП-варрантів якнайшвидше. В умовах 2022 р. перспективи дохідності цих інструментів ще мають високий ступінь невизначеності і тому їх ціна на ринку залишатиметься мінімальною. Наразі проглядаються два шляхи вирішення проблеми ВВП-варрантів

України: їх викуп власним або запозиченим коштом та реструктуризація зобов'язань.

Перший шлях є найбільш простим і бажаним, проте водночас і найбільш затратним, оскільки передбачає витрату упродовж двох-трьох років близько 3,5 млрд дол. США. Принципову складність викупу ВВП-варрантів становить непрозора структура їх власників. Відомо, що переговори із реструктуризації у 2015 р. проходили із Спеціальним комітетом кредиторів – організацією держателів українських облігацій, яких стосувалася реструктуризація. У комітет входили Franklin Advisors Inc., BTG Pactual Europe LLP, TCW Investment Management Company і T.Rowe Price Associates Inc. Оскільки ВВП-варранти вільно обертаються на фондовому ринку, то наразі коло власників є ще менш визначеним. Саме тому досить невизначені перспективи має і другий шлях – реструктуризація. Успішність цього заходу головним чином залежить від наявності інтересу у власників варрантів.

Таким чином, ризики негативного впливу зобов'язань уряду України за ВВП-варрантами на економічний розвиток зростають і роботу з проведення викупу або реструктуризації потрібно починати якнайшвидше. Бажаним шляхом вирішення проблеми ВВП-варрантів є їх викуп на ринку упродовж двох років. Альтернативним шляхом слід вважати конвертацію зобов'язань за ВВП-варрантами у євробонди, залучивши до процесу перемовин МВФ, ЮНКТАД та структури ЄС, посилаючись на негативні експертні оцінки ВВП-варрантів як інструменту, що перешкоджає економічному розвитку.

Висновки

Проблема управління державним боргом в умовах війни й очікуваного скорочення економіки має критичне значення для фінансової безпеки держави. Звільнення Державного бюджету хоча б до кінця 2022 р. від сплати відсотків за євробондами та ОВДП у валюті, а також обслуговування кредитів іноземних урядів додасть йому понад 4 млрд дол. США. Це матиме дуже серйозне значення для перемоги. Якщо вдасться відтермінувати виплати перед МФО та ЄС, додатковий фінансовий ресурс держави у 2022 р. збільшиться до 7,6 млрд дол. США . Наразі апробованих механізмів для цього не існує, але, посилаючись на умови війни, широку міжнародну підтримку, наполеглива ініціатива уряду повинна забезпечити зменшення вартості

обслуговування офіційних зовнішніх зобов'язань України на період воєнного стану.

Враховуючи наявну широку підтримку урядів провідних іноземних країн, найбільш перспективним для України слід вважати шанс отримати списання боргів МФО та урядів інших країн за аналогією з країнами, що постраждали внаслідок війни (Німеччиною, Іраком, Сербією). При цьому потрібно уникати нестандартних схем реструктуризації з випуском кабальних фінансових інструментів на зразок ВВП-варрантів, як це відбулось з Україною у 2015 р.

Стандартні програми реструктуризації боргового навантаження HIPC та MDRI призначені лише для найбідніших країн. Ці програми мають перевірений на практиці робочий механізм і можуть бути застосовані за визначеною процедурою. Водночас, якщо країна ще не є банкрутом, ці програми орієнтовані не стільки на списання, скільки на "полегшення" боргового тягаря. Тобто більшою мірою вони надають реструктуризацію або можливість спрямувати виплати на боротьбу з бідністю.

У разі критичних втрат економіки і потрапляння до групи найбідніших країн Україна може звернутись до програм HIPC та MDRI. У цьому випадку потрібно більшою мірою розраховувати не на списання, а на полегшення боргового тягаря шляхом відтермінування і можливості спрямування витрат на його обслуговування на відбудову зруйнованої інфраструктури.

Для посилення позицій України на перемовинах із кредиторами потрібно спиратись на актуальні матеріали від експертів міжнародних фінансових інституцій (зокрема МВФ, Світового банку, ЮНКТАД), в яких вони прямо наголошують на життєвій необхідності перегляду зовнішнього державного боргу країн, що розвиваються. Цим моментом доцільно скористатися, звернувшись до Паризького клубу кредиторів з обґрунтуванням потреби реструктуризації існуючих офіційних зобов'язань в умовах широкомасштабної воєнної агресії проти України.

Список використаних джерел

1. Stiglitz J., Rashid H. How to Prevent the Looming Sovereign-Debt Crisis. Jul 31, 2020. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-prevent-looming-debt-crisis-developing-countries-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2020-07

2. Reinhart M., Rogoff K. Growth in a Time of Debt By Carmen American Economic Review. *Papers & Proceedings*. 2020. May. No. 100. P. 573–

578. URL: http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100.2.573; https://doi.org/10.3386/w15639
3. Kose M., Ohnsorge F., Reinhart C., Rogoff K. The Aftermath of Debt surges. Sept., 2021. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36279; https://doi.org/10.3386/w29266
4. Roubini N. The Looming Stagflationary Debt Crisis. June 30, 2021. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06?barrier=accesspaylog
5. Козюк В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування. *Фінанси України*. 2012. № 1. С. 78–93.
6. Богдан Т. Боргові потоки капіталу та поширення шоків в економіці з ринком, що формується (приклад України). *Журнал європейської економіки*. 2020. Т. 19. № 1. Р. 123–150.
7. Сіденко В., Юрчишин В., Маркевич К. Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. Аналітична доповідь. Київ: Заповіт, 2015. 72 с.
8. Лондар С., Кузнєцов К., Верещака І. Вплив реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань перед приватними кредиторами на боргову стійкість України. *Фінанси України*. 2016. № 1. С. 39–56.
9. Пинзеник В. Реструктуризація державного боргу: моделі оцінки виплат за інструментами відновлення вартості. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки.* 2017. Т. 2, вип. 1. С. 110–115. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/NaUKMAe_2017_2_1_20; https://doi.org/10.18523/2519-4739212017119820
10. Луніна І.О. Публічні фінанси в макроекономічній політиці зростання: монографія / НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогнозув. НАН України". Київ, 2020. 440 с.
11. Допоможіть Україні, скасуйте її зовнішній борг. *Спільне.* 10.03.2022. URL: https://commons.com.ua/uk/help-ukraine-cancel-its-foreign-debt/
12. Finance For An Equitable Recovery. World development report / World bank. 2022. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022
13. Development strategies in a globalized world: Multilateral processes for managing sovereign external debt. Note by the UNCTAD secretariat. 2015. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/tdb62d7_en.pdf
14. Греція та Іспанія врятували післявоєнну Німеччину. А що робить вона зі своїми рятівниками сьогодні? 2013. URL: https://ipress.ua/mainmedia/gretsiya_ta_ispaniya_vryatuvaly_pislyavoiennu_nimechchynu_a_shcho_robyt_vona_zi_svoimy_ryativnykamy_sogodni_16365.html

15. Ross P. Buckley. The Facilitation of the Brady Plan: Emerging Markets Debt Trading From 1989 to 1993. *Fordham International Law Journal is produced by The Berkeley Electronic Press (bepress).* 1997. URL: http://ir.lawnet.fordham.edu/ilj
16. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative / IMF. 2021, March 23. URL: https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative
17. Deutsch Bank Market Research. Analyst Reports: "Ukraine – Pricing the GDP Warrants", 16 September 2015; " Ukraine: Pricing GDP Warrants, Part II – Discounting the Cash Flows", 9 October 2015. URL: https://www.weil.com/~/media/files/pdfs/2015/ukraine-sovereign-restructuring.pdf
18. The Role of State-Contingent Debt Instruments in Sovereign Debt Restructurings / IMF. November 2020. URL: https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/11/13/The-Role-of-State-Contingent-Debt-Instruments-in-Sovereign-Debt-Restructurings-49732

Надійшла до редакції 10.06.2022 р.
Прорецензовано 15.06.2022 р.
Підписано до друку 30.06.2022 р.

***Yevhen Bublyk*[15]**
***Svitlana Brus*[16]**
***Oleksii Shpanel-Yukhta*[17]**

PROSPECTS AND OBSTACLES TO THE RESTRUCTURING OF UKRAINE'S EXTERNAL STATE OBLIGATIONS IN THE CONDITIONS OF WAR

The article analyzes the structure of Ukraine's external debt liabilities for the period from 2011 to 2021 and in the period since the beginning of the full-scale invasion. It is determined that the amount of state external liabilities, taking

[15] **Bublyk, Yevhen Oleksandrovych** – Doctor of Economics, Senior Researcher of the Department of Monetary and Credit Relations, SI "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, P. Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: 0000-0002-6080-9341, e-mail: bubl13@gmail.com
[16] **Brus, Svitlana Ivanivna** – PhD in Economics, Senior Researcher of the Department of Monetary and Credit Relations, SI "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, P. Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: 0000-0001-5373-273X, e-mail: brus_svitlana@ukr.net
[17] **Shpanel-Yukhta, Oleksii Ihorovych –** PhD in Economics, Junior Researcher of the Department of Monetary and Credit Relations, SI "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, P. Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: 0000-0001-9674-1337, e-mail: shpazkel@gmail.com

into account projected data, may exceed 70% of this country's GDP, which will become the dominant form of both attracting financial resources to the state budget and threatening the state security.

The authors provide an assessment of the difficulties of restructuring the external debt in terms of the specific weight of the creditor and the weight of short-term payments for the period 2022-2023. It is concluded that at the beginning of 2022, the largest specific weight in the structure of external liabilities was the debt for issued securities for foreign markets and liabilities to international financial organizations and the EU. The main payments for them fall on the third quarters of 2022 and 2023 (3.0 and 3.6 billion USD, respectively), and the payment of interest accounts for 30% of total.

The article considers possible mechanisms of write-off and restructuring of the state's external debts, taking into account international experience and with regard to the crises and military conflicts. The following mechanisms for write-off and restructuring of foreign debt are analyzed: Brady Plan for debt restructuring of developing countries; and debt relief programs for the poorest countries - HIPC (heavily indebted poor countries) and MDRI (The Multilateral Debt Relief Initiative).

The authors identify the guidelines of work on minimizing Ukraine's external liabilities in 2022-2023. A conclusion is made regarding the initiation of negotiations on the restructuring and write-off of the external debt burden to ease the payments on external debts, including GDP warrants. Such a task should be carried out as soon as possible before the period of the largest payments and taking into account the existing support of the governments of leading foreign countries[18].

Keywords: *public debt, government's external debt liabilities, GDP-warrants, restructuring and write-off of external debt, external state loans*

[18] The publication was prepared within the research project on "Ensuring the effectiveness of monetary policy in Ukraine in conditions of global economic destabilization" (State Registration No: 0121U000024).

References

1. Stiglitz, Joseph E., Rashid, Hamid (2020, Jul. 31). How to Prevent the Looming Sovereign-Debt Crisis. Retrieved from https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-prevent-looming-debt-crisis-developing-countries-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2020-07

2. Reinhart, Carmen M., and Rogoff, Kenneth S. (*2010).* Growth in a Time of Debt. *American Economic Review,* 100 (2): 573-78. https://doi.org/10.3386/w15639

3. Kose, M. A., Ohnsorge, F. L., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2021, Sept.). The aftermath of debt surges. https://doi.org/10.3386/w29266

4. Roubini, Nouriel (2021, Jun. 30). The Looming Stagflationary Debt Crisis. Retrieved from https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06?barrier=accesspaylog

5. Koziuk, V. (2012). The Optimal Level of Debt Burden: Global Macro-Financial Shifts and Transient Expectations. *Finansy Ukrainy – Finances of Ukraine,* 1, 78-93 [in Ukrainian].

6. Bohdan, T. (2020). Debt capital flows and the spread of shocks in an emerging market economy (the example of Ukraine). *Zhurnal ievropejs'koi ekonomiky – Journal of European Economy*, 19: 1, 123-150 [in Ukrainian].

7. Sidenko, V., Yurchishin, V., Markevich, K. (2015). Debts: a time to take and a time to give. Global trends and challenges for Ukraine. Analytical report. Kyiv: Zapovit [in Ukrainian].

8. Londar, S., Kuznietsov, K., Vereshchaka, I. (2016). The impact of the restructuring of external debt obligations to private creditors on the debt sustainability of Ukraine. *Finansy Ukrainy – Finances of Ukraine*, 1, 39-56 [in Ukrainian].

9. Pynzenyk, V. (2017). Public Debt Restructuring: Models for Assessing Payments for Value Recovery Instruments. *Naukovi zapysky NaUKMA. Ekonomichni nauky – Scientific notes of NaUKMA. Economic sciences,* 2: 1, 110-115. https://doi.org/10.18523/2519-4739212017119820 [in Ukrainian].

10. Lynina, I.O. (2020). Public Finance in Macroeconomic Growth Policy.Institute for economics and forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].

11. Help Ukraine, cancel its foreign debt (2022, March 10). *Spil'ne – Common*. Retrieved from https://commons.com.ua/uk/help-ukraine-cancel-its-foreign-debt/ [in Ukrainian].

12. World Bank (2022). Finance For An Equitable Recovery. World development report. Retrieved from https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022
13. Development strategies in a globalized world: Multilateral processes for managing sovereign external debt (2015). Note by the UNCTAD secretariat. Retrieved from https://unctad.org/system/files/official-document/tdb62d7_en.pdf
14. Greece and Spain saved post-war Germany. And what does she do with her saviors today? (2013). Retrieved from https://ipress.ua/mainmedia/gretsiya_ta_ispaniya_vryatuvaly_pislyavoiennu_nimechchynu_a_shcho_robyt_vona_zi_svoimy_ryativnykamy_sogodni_16365.html
15. Buckley, Ross P. (1997). The Facilitation of the Brady Plan: Emerging Markets Debt Trading From 1989 to 1993. *Fordham International Law Journal.* The Berkeley Electronic Press (bepress). Retrieved from http://ir.lawnet.fordham.edu/ilj
16. IMF (2021, March 23). Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. Retrieved from https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative
17. Deutsch Bank Market Research (2015, October 9). Analyst Reports: "Ukraine – Pricing the GDP Warrants", 16 September 2015; "Ukraine: Pricing GDP Warrants, Part II – Discounting the Cash Flows". Retrieved from https://www.weil.com/~/media/files/pdfs/2015/ukraine-sovereign-restructuring.pdf.
18. IMF (2020, November). The Role of State-Contingent Debt Instruments in Sovereign Debt Restructurings. Retrieved from https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/11/13/The-Role-of-State-Contingent-Debt-Instruments-in-Sovereign-Debt-Restructurings-49732