

## ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ В 2000 РОЦІ

Наближення терміну виконання боргових зобов'язань Україною в частині основних і відсоткових виплат за державним боргом і питання спроможності уряду здійснити ці виплати об'єднані статтями не найгострішою проблемою 2000 року. В цьому огляді викладено характерні моменти поточної ситуації й стисло окреслено можливі альтернативи для України у виконанні своїх боргових зобов'язань.

### ПОТОЧНА СИТУАЦІЯ З БОРГОМ

Показником спроможності тієї чи іншої країни фінансувати видатки зі своїх власних джерел доходів є передусім баланс державного бюджету. Якщо бюджетних коштів недостатньо, бюджетний дефіцит відображає ту частку видатків, що перевищує загальні надходження до бюджету (доходи, трансферти тощо). З метою покрити нестачу коштів і профінансувати дефіцит уряд може вдатися до позичання грошей на фінансових ринках, створюючи певну форму державного боргу. В наступних розділах розглянуто політику фінансування дефіциту, яку проводив український уряд останніми роками.

### Історія питання

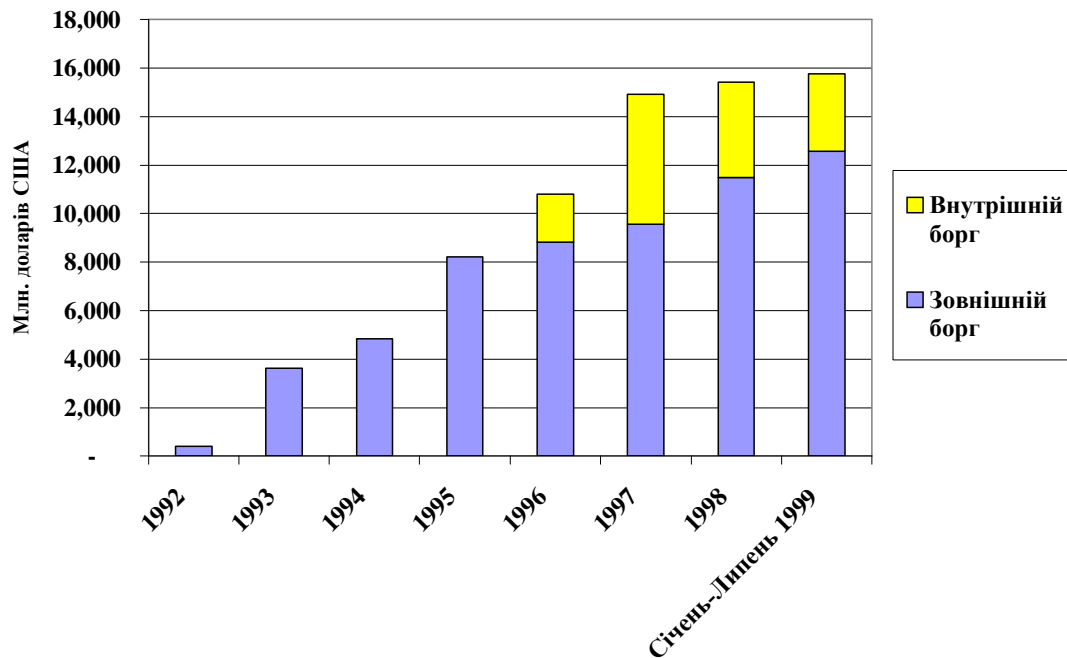
Від початку 1990-х років у консолідованому бюджеті України існував значний дефіцит (див. малюнок 1). В окремі роки видатки перевищували доходи більш як на 10 відсотків ВВП. Дефіцит покривався завдяки прямим кредитам Національного банку України. Необхідні кошти для таких кредитів отримували завдяки постійним грошовим емісіям, які здійснював Національний банк України і які призвели до швидкого зростання грошової маси та гіперінфляції.

Малюнок 1. Дефіцит Державного бюджету України у 1993-2000 рр. як частка ВВП (%)



У другій половині 1994 року грошово-кредитну і фінансову політику було змінено. Значних зусиль було докладено для того, щоб зробити бюджет збалансованим, унаслідок чого бюджетний дефіцит істотно скоротився. Більше того, було припинено фінансування бюджетного дефіциту за допомогою прямих емісійних кредитів НБУ, після чого це фінансування здійснювалося за рахунок зовнішніх запозичень та продажу на внутрішньому ринку державних облігацій. Урядовий борг перед Національним Банком України, накопичений на кінець 1995 року, склав 7.748 млрд грн. Згідно з прийнятим на початку 1997 року рішенням Кабінету Міністрів України, ці боргові зобов'язання було анульовано.<sup>1</sup>

Малюнок 2. Динаміка накопичення державного боргу України



Процес утворення державного боргу України показано на малюнку 2. Від практично нульового рівня на початку 1990-х років загальний державний борг зріс до майже 16 млрд дол. (враховуючи кредити МВФ, надані НБУ) в 1999 році.

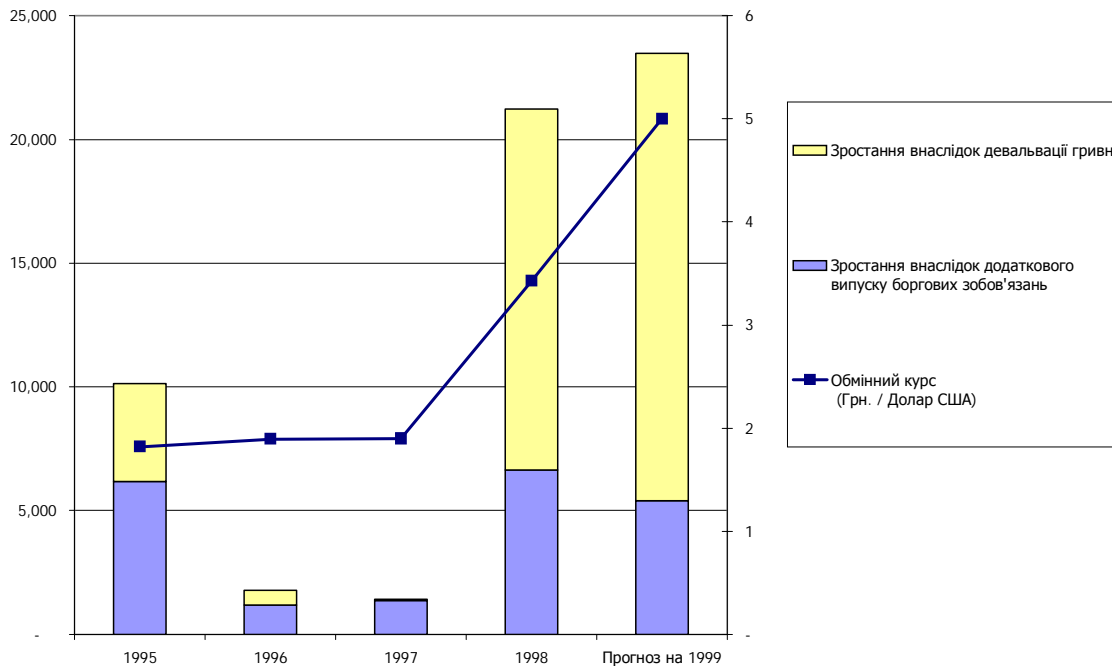
На відміну від таких бюджетних показників, як доходи, видатки, дефіцит і фінансування дефіциту, що визначаються обсягом фінансових потоків у окремі періоди, державний борг вимірюється за станом, утвореним на певний момент часу, тобто як сума всіх боргових зобов'язань, накопичених за попередні періоди. Іншими словами, обсяг боргу дорівнює чистій сумі всіх дефіцитів чи профіцитів бюджету до даного моменту. Нові запозичення збільшують обсяг боргу, в той час як бюджетні надлишки можуть бути використанні для погашення боргу.

<sup>1</sup> Закон України "Про структуру внутрішнього державного боргу України за станом на 1 січня 1996 року і граничний розмір державного внутрішнього боргу України на 1996-1997 роки" (від 23 січня 1997 року).

Теоретично зміни розміру державного боргу у визначений період відповідають бюджетному дефіциту чи надлишку, що утворився за цей період.<sup>2</sup>

Виплати відсотків за боргом розглядаються як витрати за використання фінансових ресурсів і зараховуються до бюджетних видатків. Але на відміну від сплати відсотків, повернення основної суми боргу, чи то у формі одноразової трансакції, чи то шляхом послідовних виплат часток загального боргового зобов'язання (амортизація), представляє зміну рівня державних активів і тому не може включатися до видаткової частини бюджету. Погашення основної суми боргу обліковується за розділом фінансування бюджету і має бути сплачене, відповідно, чи то з бюджетного надлишку, чи то за рахунок додаткового запозичення (через рефінансування).

Малюнок 3. Динаміка зростання обсягу державного зовнішнього боргу та темпи девальвації гривні



### Поточна структура боргових зобов'язань

Як видно з малюнка 2, державний борг України станом на 1 серпня 1999 року склав 15.6 млрд дол. або 67.5 млрд грн (за обмінним курсом у серпні 4.33 грн за один долар). Частка зовнішнього боргу в цій сумі дорівнювала 53.9 млрд грн, тобто 80 відсоткам. Без врахування кредитів МВФ Національному Банку, ця сума

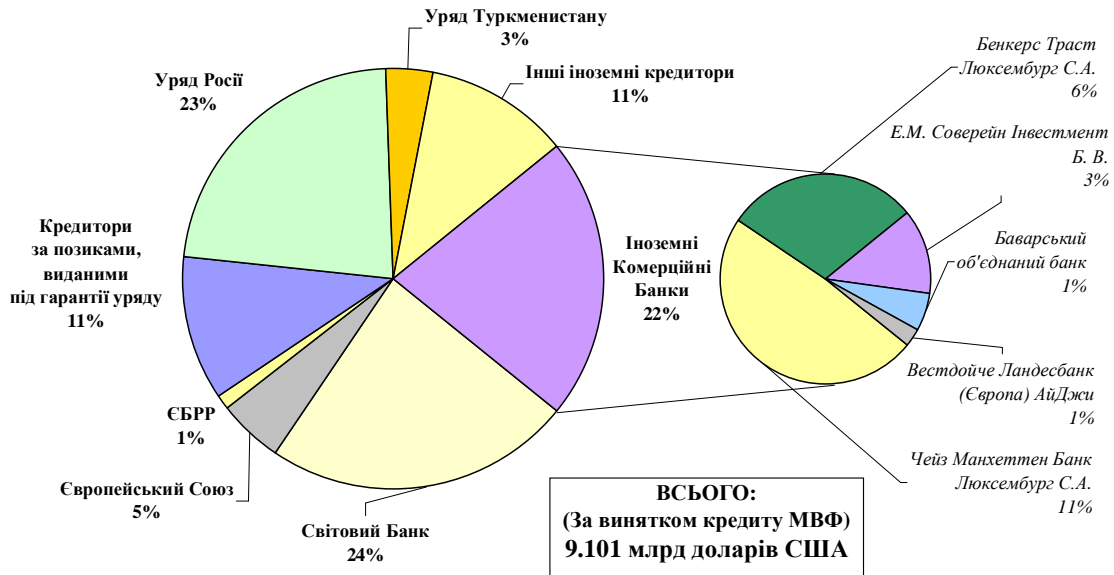
<sup>2</sup> Однак на практиці зміна розміру боргу протягом певного періоду не завжди дорівнює величині чистих запозичень, здійснених за цей час. Скажімо, борг може зменшитися не лише завдяки грошовому покриттю боргових зобов'язань, а й унаслідок зміни строку повернення чи анулювання боргу кредитором. Збільшення розміру боргу може статися також унаслідок надання додаткових кредитних урядових гарантій приватному секторові, якщо уряд мусить компенсувати ці гарантії.

становила 41.9 млрд грн. або 9.7 млрд. дол. Від початку року обсяг зовнішнього і внутрішнього державного боргу збільшився на 14.7 млрд грн, або майже на 28 відсотків. Із цих 28 відсотків 3 відсотки складають додаткові запозичення уряду, а 25 відсотків утворилися внаслідок зростання зовнішнього боргу в результаті знецінення гривні. З малюнка 3 видно, що коливання обмінного курсу стали головною причиною зростання розміру зовнішнього боргу в 1998 і 1999 роках.

На малюнку 4 показано структуру зовнішнього боргу, очікувану на кінець 1999 року, без врахування кредитів МВФ. Станом на 1 січня 2000 року найбільшим кредитором українського уряду буде Світовий банк, на частку якого припадатиме 24 відсотки зовнішнього боргу. Другу за обсягом частку (23 відсотки) складатиме борг перед урядом Росії і ще 22 відсотки українських боргових зобов'язань будуть розподілені між іноземними комерційними банками. Окрім того, значну частку боргових зобов'язань (11 відсотків) складатимуть виплати, які уряд мусить здійснити внаслідок виконання гарантій за кредитами, наданими українському приватному секторові іноземними комерційними банками.

Згідно з борговими зобов'язаннями України, до кінця наступного року уряд мусить виплатити частину основного боргу в сумі 16 млрд грн, (за прогнозованого курсу валюти 5 грн за долар). З них 12.2 млрд грн (2.8 млрд дол.) або 76 відсотків припадає на зовнішній борг.

**Малюнок 4. Структура зовнішнього державного боргу (прогноз на січень 2000 року)**



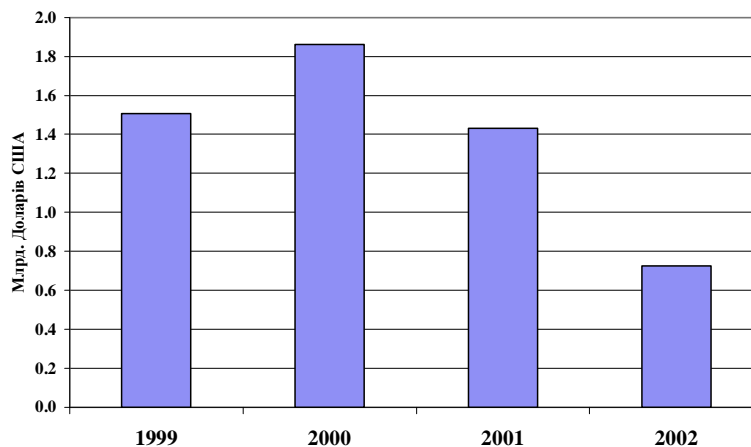
### Виплата внутрішнього боргу в 2000 році

Погашення основної суми облігацій внутрішньої державної позики планується 2000 року в обсязі 3.896 млрд грн. Згідно з проектом бюджету на 2000 рік, запропонованим Кабінетом Міністрів України, протягом 2000 року передбачається отримати надходження від нового випуску облігацій внутрішньої державної позики також у сумі 3.896 млрд грн, які можна буде використати безпосередньо на покриття облігацій, що підлягають погашенню. У цьому випадку повернення заборгованості фінансуватиметься за рахунок здійснення рівноцінного запозичення і майбутні виплати будуть зміщені в часі.<sup>3</sup>

### Виплата зовнішнього боргу в 2000 році

Згідно з графіком виплат за зовнішніми зобов'язаннями на наступний рік, зображеним на малюнку 6, головну частину загальної суми до сплати складає погашення основного боргу в обсязі 2.068 млрд дол., або 75 відсотків від загального обсягу зобов'язань на рік (без врахування зобов'язань НБУ перед МВФ). На відміну від обслуговування боргу (у формі виплати відсотків), що зараховується до бюджетних видатків, повернення основної суми може бути профінансоване лише за рахунок додаткового запозичення чи бюджетного надлишку. Виходячи з прогнозу, що обмінний курс 2000 року становитиме 5 грн за дол., річна сума основної виплати зовнішнього боргу складе 10.339 млрд грн або майже 7 відсотків від ВВП, запланованого на наступний рік.

**Малюнок 5. Графік виплат основної суми державного зовнішнього боргу в 1999-2002 рр.  
(не включаючи кредит МВФ Національному банку України)  
в мільярдах доларів США**

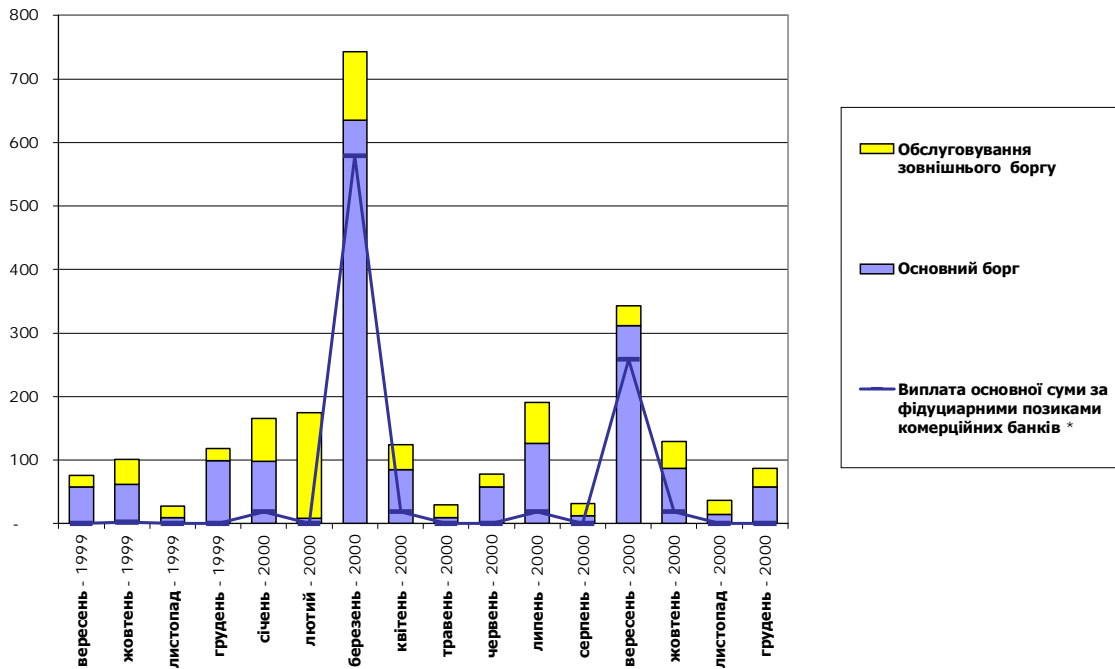


<sup>3</sup> Запропонована операція стане третім пересуванням внутрішнього боргу України. Механізм рефінансування боргу вперше був застосований урядом 1998 року шляхом заміни облігацій внутрішньої державної позики. Згідно з рішенням Кабінету Міністрів, облігації внутрішніх позик 1997 і 1998 років, утримувачем яких є Національний банк, були замінені на конверсійні процентні облігації.

Обсяг виплат зовнішнього боргу, термін яких настає 2000 року, перевищує суми минулих періодів і прогностичні показники на майбутнє. З малюнку 5 видно, що вже 2002 року основна сума зобов'язань за зовнішнім боргом буде майже двічі меншою за передбачену на 2000 рік.

Дані, наведені на малюнку 6 показують, що 65 відсотків основної суми боргу, яка підлягає сплаті наступного року, мають бути виплачені у вигляді двох великих сум: 35 відсотків у березні (500 млн євро, або приблизно 490 млн доларів) і 30 відсотків у вересні (262 млн доларів). (Див також малюнок 4).

**Малюнок 6: Помісячна структура виплат по державному зовнішньому боргу  
(в млн американських доларів)**



- **Фідучіарні операції** – це фінансові операції, які банк або трастова компанія проводить від свого імені, але за дорученням і за рахунок клієнтів. Істотна частка зовнішнього боргу України випущена на фідучіарній основі цілою низкою іноземних комерційних банків, які потім перепродали боргові зобов'язання кінцевим власникам. Згідно з даними малюнка 4, на кінець поточного року ця частка, за прогнозом, сягне 22 відсотків. Найбільша фідучіарна позика (11 відсотків всього боргу) отримана Україною від Чейз Манхеттен Банк під випуск єврооблігацій 1999 року (див. нижче). Малюнок 6 показує, що два найбільші піки виплат по боргу в 2000 році припадають саме на зобов'язання щодо погашення основної суми боргу за фідучіарними позиками.

## **АЛЬТЕРНАТИВНІ ВАРІАНТИ ПОЛІТИКИ ЩОДО ПОТОЧНОЇ СИТУАЦІЇ З БОРГОМ**

Існує два варіанти виконання Україною її боргових зобов'язань. Перший варіант – виконати бюджет з профіцитом і використати частину цього профіциту на погашення боргу. Альтернативний варіант можливий за умови, якщо уряд користується достатньою довірою, і кредитори погоджуються позичати йому додаткові кошти. В цьому випадку борг можна подовжити, фінансуючи його через подальші запозичення. Якщо Україна не зможе виконати взяті на себе боргові зобов'язання, існує два можливі сценарії подальших подій. Перший: борг може бути “реструктуровано”, тобто змінено умови погашення, що дозволить Україні виконати свої зобов'язання частково. Другий сценарій полягає в тому, що уряд може прийняти рішення про дефолт за своїми зобов'язаннями, що пов'язано з ризиком втрати доступу до позитивів міжнародного фінансового співробітництва.

### **Виконання боргових зобов'язань**

**Профіцит бюджету.** Одна з основних ідей структурних реформ, започаткованих в Україні 1994 року, полягала у переході на фінансування дефіциту через зовнішні запозичення міжнародних фінансових установ з метою полегшити макроекономічну ситуацію і створити фінансову можливість прискорення структурної перебудови економіки та досягнення економічного росу. В теорії цей процес мав на меті сприяти зростанню бюджетних доходів до такого рівня, щоб мати можливість погасити борг, накопичений протягом періоду переходу до ринкової економіки.

Досягнення збалансованості бюджету залишається складною задачею для України. За нинішніх умов перевищення доходів над видатками можливе практично лише за рахунок великого скорочення видаткових програм. Щоб виплатити 10 млрд грн на погашення основної суми зовнішнього боргу, повернення якого припадає на 2000 рік, необхідно скоротити видатки на таку саму суму. Таке значне скорочення видатків складає майже 30 відсотків загальної суми видатків бюджету. Це не може не позначитися на спроможності уряду фінансувати життєво важливі видатки на охорону здоров'я, освіту та соціальні програми. Тому цей варіант малоймовірний.

**Продовження запозичень, або “перекочування боргу”** (так званий “рол-овер”). В більшості країн, погашення основної суми боргу відбувається за рахунок залучення додаткових кредитних потоків (тобто, через “перекочування” боргу). Якщо потенційні позичальники вважають державу гідною довіри, вони можуть погодитися на продовження фінансування.

Однак міжнародний імідж ненадійного позичальника і зневіра кредиторів щодо перспектив реформ у країні-реципієнті може негативно вплинути на бажання кредиторів продовжувати позичання або навіть звести його нанівець.

У випадку України, де частина державного зовнішнього боргу уже була піддана реструктуризації, де існує загроза фактично повного припинення виплат по внутрішньому боргу, а також очевидною є неспроможність уряду здійснити необхідне скорочення видатків для отримання профіциту, у міжнародних інвесторів виникають серйозні сумніви. Дуже малоймовірно, щоб Україна змогла залучити достатні додаткові запозичення іноземного капіталу на прийнятних для себе умовах, і таким чином в повному обсязі “перекотити” свій борг.

### **Дефолт за борговими зобов’язаннями**

**Перегляд термінів погашення боргу (прононгація боргу, або “технічний дефолт”).** Якщо країна не може виконати свої початкові зобов’язання, вона може спробувати реструктурувати боргові платежі замість того, щоб оголошувати по них повний дефолт. За домовленістю з кредиторами терміни виплати основної суми боргу переглядаються і переносяться на пізніший строк, коли країна-боржник муситиме виплатити суму боргу разом з підвищеними відсотками за період затримки. З погляду кредитора мотивація такої стратегії може бути пов’язана або з надією отримати бодай щось завтра замість того, щоб не отримати ніколи, або з бажанням уникнути кризи заборгованості чи суверенних дефолтів. Реструктуризація боргу на умовах, несприятливих для позичальника, може призвести до чистого погіршення його фінансового стану. Однак у ситуації, коли альтернатив стає дедалі менше, перегляд термінів погашення боргу може бути останнім шансом для країни бодай частково виконати свої державні зобов’язання.

Україна пролонгувала свій борг перед двома іноземними кредиторами влітку 1999 року. У випадку “АйЕнДжі Берінгз”, Україна зазнала технічного дефолту (вона проголосила неспроможність здійснити платіж у термін, але оголосила своє бажання провести переговори з метою зміни терміну виплати боргу) на суму 163 млн доларів, які вона мала виплатити “АйЕнДжі Берінгз” до дев’ятого червня. Після переговорів Україна погодилася сплатити 54 відсотки цих зобов’язань у вигляді двох платежів: в сумі 32.6 млн доларів 23-го липня і в сумі 56.2 млн доларів 2-го серпня. Решту 46 відсотків реструктурували, надавши кредиторам 25 відсотків нового випуску євробондів (деномінованих у німецьких марках), здійсненого 20-го серпня на фідучіарній основі за посередництвом Чейз Манхеттен Банк (умови випуску описано нижче).

У випадку іншого кредитора, “Е.М. Соверейн Файненс БВ”, Україна змогла реструктурувати свої боргові зобов’язання, перш ніж настав їхній термін, і завдяки цьому уникнула офіційного технічного дефолту. У цьому випадку решту 75 відсотків євробондів було надано цим інвесторами за скасування зобов’язань, термін яких настає наступного вересня.

Умови, на яких було досягнуто домовленості щодо євробондів, можуть призвести до того, що в Україні будуть проблеми з дотриманням термінів виплат у наступні роки. Додатковий борг, що виник унаслідок реструктуризації є короткостроковим і дорогим: на євробонди нараховується 23 відсотки, що вище



середнього рівня доходності на міжнародних фінансових ринках, а термін погашення євробондів настає досить швидко - 26-го лютого 2001 року.

Однак очікується, що реструктурувати наступний пік виплат за євробондами в березні буде ще важче. На відміну від випадку “АйЕнджі Берінгз”, де кількість власників бондів була обмежена, євробонди було розповсюджено між великою кількістю незалежних осіб. Через це переговори по перегляду термінів виплат будуть значно складнішою задачею.

**Скупівля боргових зобов'язань.** Для країни, яка не може повністю виплатити суму боргу, час погашення якої настав, існує можливість викупити у кредиторів свої державні боргові зобов'язання на вторинному ринку (так званий “бай-бек”). Через високий ризик дефолту ціна боргових зобов'язань на вторинному ринку, найімовірніше, буде значно нижча за номінальну. Інакше кажучи, можливо, що кредитори захочуть обміняти належні їм боргові зобов'язання на грошові кошти, значно менші за обсягом, але певніші, ніж повне погашення боргу в майбутньому. Наприклад, 1988 року урядові Болівії вдалося викупити свої державні зобов'язання за ціною 11 центів за кожен долар боргу (11 відсотків номінальної вартості).

Існують різні джерела, з яких країна-боржник може сподіватися отримати кошти для фінансування викупу боргових зобов'язань. У випадку Болівії кошти, необхідні для цього, було зібрано у вигляді доларових пожертв інших країн. Якщо такої можливості нема, то кошти на викуп боргових зобов'язань доведеться відшукувати в державному бюджеті, що пов'язано зі скороченням видатків.

**Дефолт.** Рішення уряду про дефолт за борговими зобов'язаннями пов'язане з неминучими негативними наслідками. Серед таких негативних наслідків – арешт іноземних активів країни, а найважливіше – фактичне замороження можливостей майбутнього міжнародного співробітництва, найбільшчим серед яких буде припинення можливості здійснювати подальші запозичення. Тому цей варіант є найнерациональнішим і найнебезпечнішим серед інших альтернатив.

## **ВИСНОВОК**

Обсяг зовнішніх боргових зобов'язань України істотно зріс за останні кілька років унаслідок зміни в політиці фінансування бюджетного дефіциту в бік посиленого використання зовнішніх кредитів, а також через девальвацію гривні.

На 2000 рік припадають великі виплати по відсотках і основній сумі зовнішнього державного боргу України – загалом близько 2.1 млрд дол. Через втрату довіри іноземних інвесторів Україні буде надвичайно важко добитися рефінансування цих платежів лише за рахунок перезапозичень (“перекочування” боргу) за прийнятною ставкою доходності. З іншого боку для того, щоб односторонньо виконати свої зобов'язання за рахунок профіциту бюджету, Україна мала б істотним чином скоротити бюджетні витрати або збільшити обсяг

доходів приблизно на 30 відсотків. Таке скорочення видатків було б надзвичайно болючим.

Якщо Україна не зможе виконати свої зобов'язання, вона може спробувати реструктурувати цей борг, але зробити це буде досить важко через те, що борг розпорошений серед багатьох кредиторів. Однак, прямий дефолт майже напевне перекриє Україні доступ до будь-яких міжнародних запозичень у найближчому майбутньому і призведе до накладення арешту на майно України за кордоном.