

ФІНАНСУВАННЯ ДЕФІЦИТУ І ДЕРЖАВНИЙ БОРГ У ПЕРШОМУ КВАРТАЛІ ТА КВІТНІ 2000 РОКУ¹

ВИКОНАННЯ ПОКАЗНИКІВ БЮДЖЕТУ

Дефіцит державного бюджету та його фінансування

Помітною рисою перших місяців 2000 року стали істотні понадпланові профіцити державного бюджету. Як свідчить Таблиця 1, за результатами першого кварталу перевищення доходів загального фонду держбюджету над його видатками виявилось на 678 млн. грн., або на 287 % більшим від запланованого. При цьому, недофінансування видатків бюджету за цей період згідно із тимчасовим розписом коштів склало лише 2.5% і таким чином профіцит був утворений майже цілком за рахунок 8-відсоткового перевиконання доходної частини загального фонду.

**Таблиця 1. Баланс загального фонду державного бюджету протягом січня-квітня 2000 року
(в тисячах гривень)**

	Виконання плану на період (у відсотках)		Дефіцит		Видатки на обслуговування боргу	Первинний дефіцит
	Доходи	Видатки	План	Факт		
Січень	99.2	58.0	125,001	-440,947	258,557	-699,504
Лютий	88.8	98.7	-132,050	-4,930	154,707	-159,637
Березень	123.0	121.8	-168,109	-231,767	120,154	-351,921
Всього за перший квартал	107.9	97.5	-175,159	-677,645	533,418	-1,211,062
Квітень	83.3	92.3	540,939	714,097	884,498	-170,401
Всього за січень-квітень	99.8	95.5	365,780	36,452	1,417,915	-1,381,463

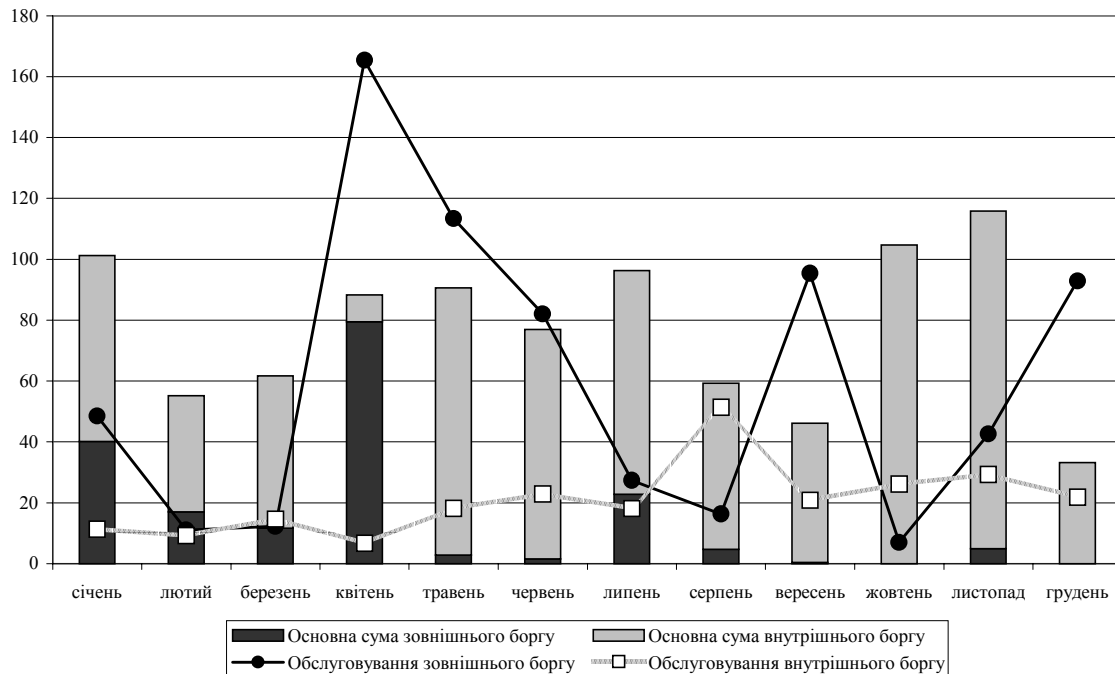
В той же час, у квітні доходи загального фонду держбюджету склали лише 83 відсотки від запланованого обсягу, в той час як видатки було профінансовано на 92 відсотки, і вперше від початку року утворився дефіцит, розмір якого становив 714 млн. грн. – суму, на 32 відсотки більшу від показника, передбаченого на цей період бюджетним розписом.

Згідно з планом виконання Україною державних боргових зобов'язань, зображеному на Графіку 1, квітень мав стати найбільш обтяженим зовнішніми виплатами місяцем 2000 року. У зв'язку з проведенням переговорів з реструктуризації зовнішнього боргу перед комерційними кредиторами, починаючи із 20 січня 2000 року уряд України офіційно зупинив усі платежі з погашення та обслуговування своїх зовнішніх комерційних зобов'язань. **Всі виплати, накопичені від цього моменту до 15 березня 2000 року було обіцяно сплатити в повному обсязі 14 квітня 2000 року за умови, що участь іноземних кредиторів у пропозиції щодо реструктуризації боргу виявиться не нижчою, ніж 85%, що і**

¹ Автор Катерина Майнзюк, за участю Бориса Додонова.

справдилось. Як видно на Графіку 1, обсяг призначених на квітень виплат накопичених зобов'язань сягнув 245 млн. доларів США, з яких 79 млн. доларів становили повернення основної суми боргу.

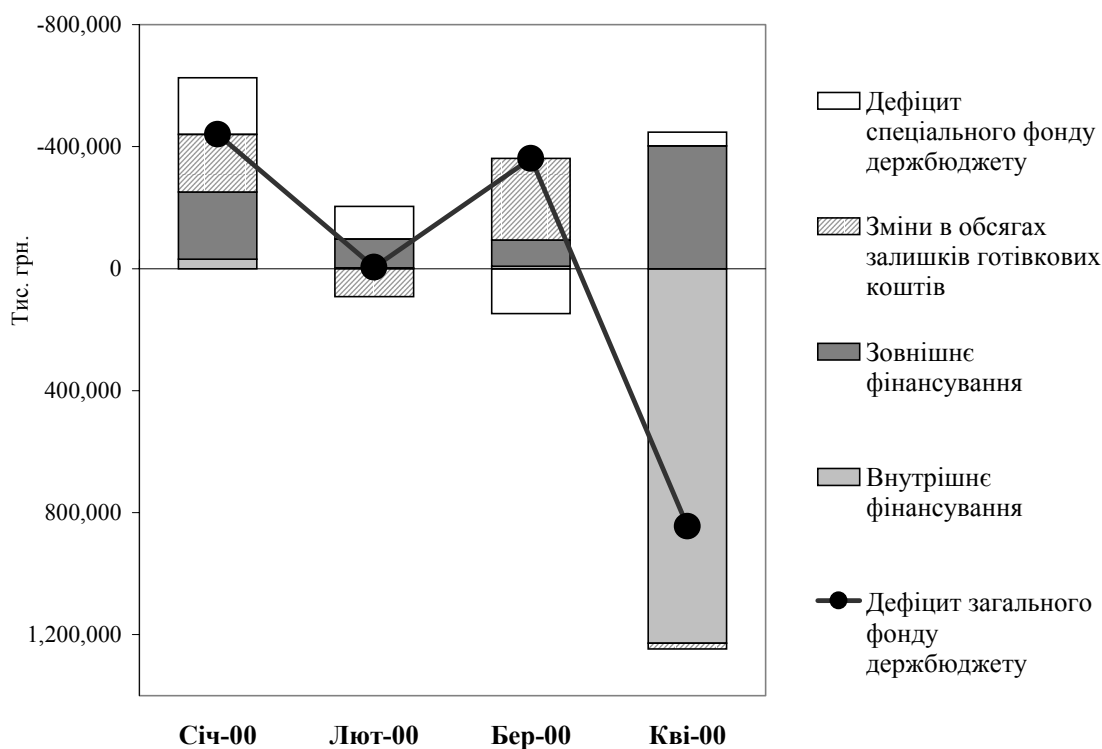
Графік 1. Графік погашення боргових зобов'язань уряду у 2000 році (в млн. доларів США) (з урахуванням змін, що відбулися після реструктуризації зовнішнього комерційного боргу)



Виходячи із необхідності фінансування відчутного дефіциту бюджету і виплат з погашення зовнішнього боргу, в середині квітня вперше від початку року уряд вдався до широких внутрішніх запозичень у вигляді масштабної емісії ОВДП (див. Графік 2).

Протягом квітневих аукціонів на первинному ринку було розміщено ОВДП загальною номінальною вартістю 1,424,308 тис. грн. Обсяг надходжень до бюджету при цьому склав 1,314,775 тис. грн. або 92.24% від загальної суми номіналу проданих облігацій. Враховуючи, що згідно з Основними умовами випуску та порядком розміщення, затверджених Постановою КМ від 10 квітня 2000 року, за новими облігаціями встановлювався нульовий відсоток купонних виплат, рівень обіцяного доходу із розміщених у квітні облігацій склав відповідно 7.78%. В контексті критичної нестабільності ринку українських ОВДП таку ставку доходності можна назвати вражаюче низькою. Для порівняння, згідно з прогнозами, закладеними в Законі про Бюджет на 2000 рік, обсяг коштів, залучених від продажу ОВДП протягом року мав скласти 3,896 млрд. грн. при загальній вартості номіналу 5,171 млрд. грн. – тобто лише 75.34% від номіналу (доход від випуску облігацій становив би в такому разі майже 25 відсотків).

Графік 2. Фінансування державного бюджету у січні - квітні 2000 року



Стан внутрішнього боргу

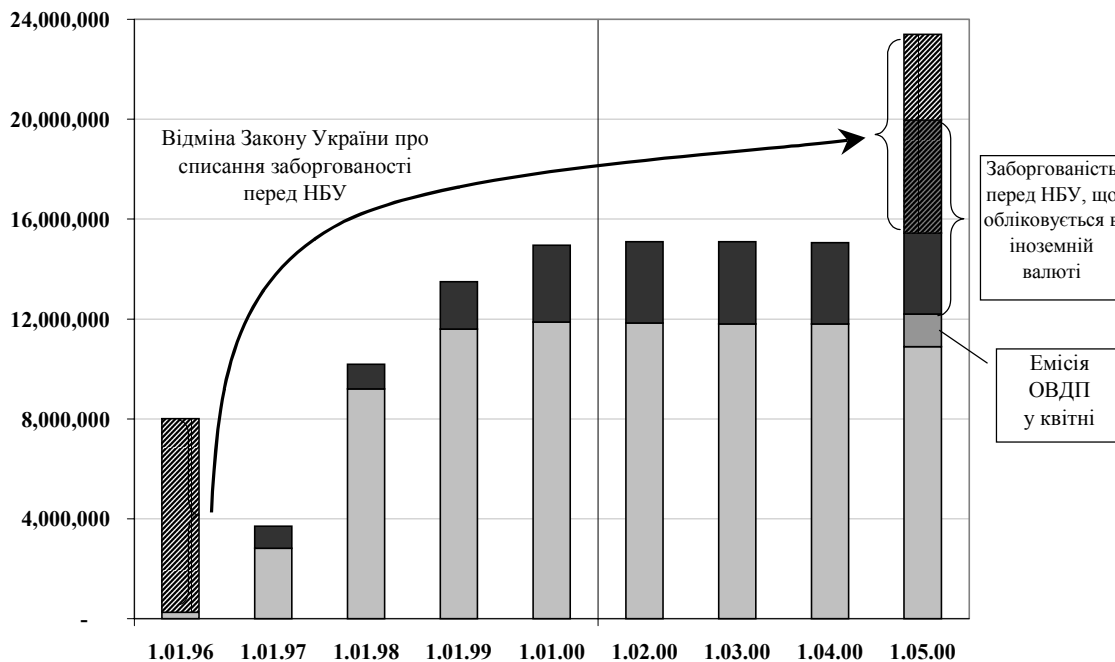
Протягом першого кварталу 2000 року рівень державного внутрішнього боргу залишався майже незмінним. Від 14,953 млн. грн. станом на початок року за січень-березень внутрішній борг збільшився менш, ніж 110 млн. грн., тобто на 0.73 відсотка, і склав 15,063 млн. грн (див. Графік 3). Зростання внутрішнього боргу попри те, що чисте погашення внутрішніх зобов'язань за результатами першого кварталу становило майже 42 млн. грн., відбулося передусім внаслідок переоцінки гривневого еквіваленту заборгованості уряду за кредитами, отриманими від НБУ в іноземній валюті.

Визначення критерію розподілу державних боргових зобов'язань на внутрішні та зовнішні на сьогоднішній день залишається дискусійним питанням. Наріжним принципом, що використовувався Міністерством фінансів до цього часу при класифікації державного боргу, був розподіл боргу за валютою надання позики кредитором. Цей же підхід було втілено у проектах базових законодавчих актів, що були прийняті Верховною Радою у першому читанні і готуються до прийняття у другому у найближчий час, - Законі про Державний борг України та Бюджетному Кодексі. Однак проблема класифікації боргових зобов'язань уряду перед Національним Банком, здійснених в іноземній валюті, і досі є відкритою.

Як видно на Графіку 3, у квітні 2000 року рівень внутрішнього боргу зазнав різких змін – в порівнянні зі станом на кінець березня він збільшився на 8.3 млрд. грн., тобто більше, ніж на 55 відсотків. І хоча саме в квітні на ринку було розміщено

перший у 2000 році значний випуск ОВДП, основний фактор зростання боргу був іншим і мав переважно політико-адміністративний характер.

Графік 3. Динаміка стану внутрішнього боргу України у 1996-1999 рр. та січні-квітні 2000 року (в тис. гривень)



Наприкінці квітня 2000 року Верховна Рада прийняла Закон України “Про реструктуризацію боргових зобов’язань Кабінету Міністрів України перед Національним банком України”. Цей закон відміняв дію іншого Закону України, прийнятого декількома роками раніше, згідно з яким вся заборгованість уряду України перед НБУ, що утворилася в результаті емісійних кредитів 1991-1995 років і складала станом на 1 січня 1996 року 7.748 млрд. грн., підлягала списанню. Дією нового закону ті боргові зобов’язання, які утворилися протягом 1994-1995 рр., було визнано чинними як у частині основної суми боргу, так і в частині відсотків, які було накопичено за цими позиками від дня списання боргу до 1 січня 1999 року. При цьому, частину цих зобов’язань було визнано такими, що обліковуються в доларах США. Загальна сума відтвореного боргу перед НБУ в перерахунку у гривні травня 2000 року склала 10,552,996 тис. грн., включаючи 3.439 млрд. гривень та 1.184 млрд. доларів основної суми боргу, а також 133 млн. доларів відсотків, накопичених за валютними позиками (див. Графік 3 та Таблицю 2).

У зв’язку з реструктуризацією заборгованості перед НБУ зазначеним законом було внесено зміни у Закон про Державний Бюджет на 2000 рік, згідно з якими граничний розмір державного внутрішнього боргу України встановлювався у вигляді двох складових частин: 29,278,315.3 тис. грн та 1,317,121.068 тис. доларів США (див. Таблицю 2).

Граничний розмір державного боргу щороку встановлюється урядом і затверджується Верховною Радою України в Законі України про Державний Бюджет на поточний рік. До 2000 року граничним розміром обмежувався лише обсяг внутрішнього боргу, і цього року вперше до Закону про бюджет було включено також положення щодо граничного розміру зовнішніх зобов'язань. Але до цього дня у пояснювальних матеріалах, які докладалися Міністерством фінансів до проектів бюджету, не містилося ніяких коментарів щодо пропонованого обсягу граничних розмірів боргу.

Як свідчить Таблиця 2, змінами, внесеними до Бюджету законом від 20 квітня, обсяг граничного боргу збільшувався на суму, що лише приблизно відповідає обсягу зобов'язань перед НБУ, відтворених дією цього ж закону. В той же час, за інформацією НБУ про стан дебіторської заборгованості уряду, обсяг зобов'язань, що утворилися протягом 1991-1993 рр. і отже не підлягли реструктуризації згідно з законом від 20 квітня, склав станом на 1 травня 129,233 тис. грн. Як показує Таблиця 2, саме ця сума пояснює відмінність між сумою зростання граничного обсягу боргу і обсягом збільшення поточного стану боргу внаслідок дії закону про реструктуризацію. Очевидно, що нова сума граничного боргу передбачає ймовірність реструктуризації також і цієї заборгованості перед НБУ далі у 2000 році.

**Таблиця 2. Стан внутрішнього боргу у 1999-2000 році і його граничний рівень
(в тис. грн. і тис. доларів США)**

	1.01.1999	1.01.2000	1.04.2000	1.05.2000
Фактичний рівень боргу (тис. грн.)	13,499,997	14,953,456	15,062,971	23,398,360
Граничний рівень боргу	20,260,949	25,710,517	25,710,517	36,392,745
<i>в тому числі:</i>				
борг, що обліковується в грн.				29,278,315 (UAH)
борг, що обліковується в дол.США				1,317,121 (\$)
<u>Зміна відносно попереднього значення</u>	<u>3,299,880</u>	<u>5,449,568</u>		<u>10,682,228</u>
<u>Списана заборгованість перед НБУ</u>				<u>10,682,228</u>
Заборгованість, реструктуризована в квітні				10,552,996
<i>в тому числі:</i>				
борг, що обліковується в грн.				3,438,566 (UAH)
борг, що обліковується в дол.США				1,317,121 (\$)
Заборгованість, досі не реструктуризована (за 1991-93 рр.)				129,233
Різниця між гран.рівнем і поточним станом (у відсотках)	6,760,952 50%	10,757,061 72%	10,647,546 71%	12,994,384 56%
Різниця між гран.рівнем і станом на початок року (у відсотках)			10,757,061 72%	21,439,289 143%

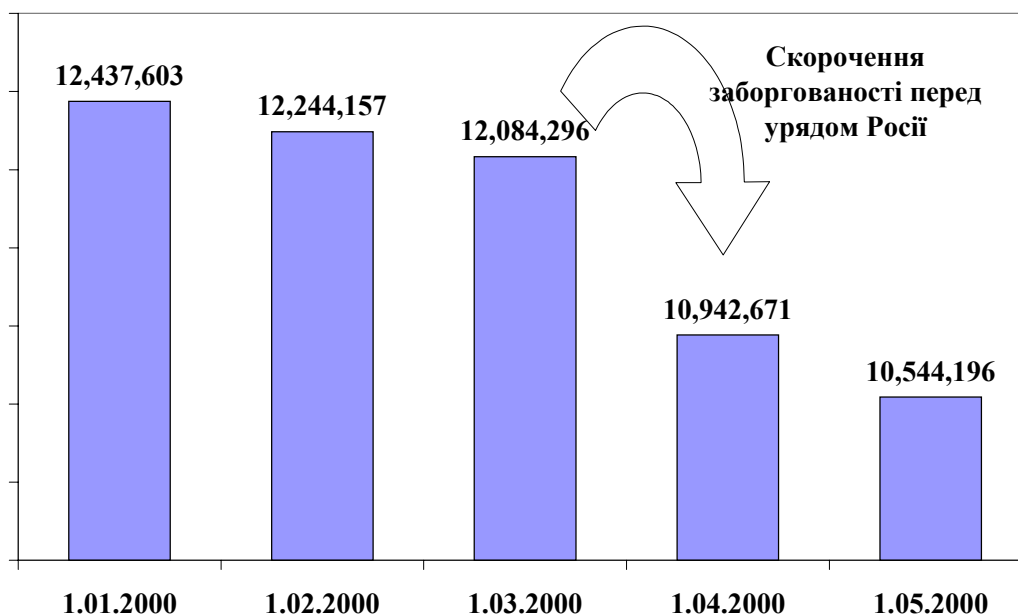
Попередній показник граничного розміру внутрішнього боргу на 2000 рік дорівнював 25,710,517.1 тис. грн., тобто на 10.8 млрд. грн. (або на 72%) більше від фактичного обсягу боргу станом на початок 2000 року і на 5.4 млрд. більше від показника граничного рівня 1999 року (попри те, що бюджетом 2000 року планувався нульовий рівень чистих внутрішніх запозичень для фінансування

дефіциту бюджету протягом року). Сума ризику у понад 5.4 млрд. гривень, закладена в показнику граничного обсягу внутрішнього боргу Законом про бюджет на 2000 рік, майже цілком покриває обсяг виплат з погашення ОВДП протягом 2000 р., запланований цим законом (5,717,346 тис. грн.). За результатами перших чотирьох місяців 2000 року виконання плану за цими виплатами складає 19.8 відсотків (із 914 млн. грн. зобов'язань, термін сплати яких припадав на січень-квітень станом на початок травня було профінансовано лише 181 млн. грн.). Очікується, що заборгованість за цими простроченими платежами, а також за певною частиною зобов'язань з майбутніх платежів буде реструктуровано найближчим часом.

Стан зовнішнього боргу

Спрямування профіцитів першого кварталу на фінансування виплат основної суми зовнішніх зобов'язань та проведення взаємозаліку заборгованості за поставлені енергоносії перед Російською Федерацією дозволило уряду скоротити загальний рівень державного зовнішнього боргу за перші чотири місяці 2000 року на 1,893 млн. доларів США, або більш, ніж на 15 відсотків (див. Графік 4). Станом на кінець квітня загальний обсяг накопичених зовнішніх зобов'язань України становив 10,544 млн. доларів США, або приблизно 44.79 відсотки від обсягу ВВП 1999 року (в той час як на початок року це співвідношення сягало 51.03 відсотка).

Графік 4. Динаміка стану зовнішнього боргу України
у січні-квітні 2000 року (в тис. доларів США)



Проведений на початку року взаємозалік заборгованості уряду перед Росією у сумі 1,099,644 тис. доларів США став найвагомим чинником зменшення рівня зовнішнього боргу. Згідно з угодою, підписаною представниками урядів двох країн 1 березня 2000 року, зазначену частину заборгованості України перед Російською Федерацією за спожиті енергоресурси та розщеплювальні матеріали (1,099,644 тис. із 3,074,000 тис. доларів США) було скасовано в рахунок погашення таких сум взаємної, заборгованості уряду РФ:

Заборгованість (в тис. доларів США)	Джерело заборгованості
97,750	орендні платежі за перебування Чорноморського флоту РФ на території України протягом 1998 року;
97,750	орендні платежі за перебування Чорноморського флоту РФ на території України протягом 1999 року;
97,750	орендні платежі за перебування Чорноморського флоту РФ на території України протягом 2000 року;
526,509	плата за отримані РФ кораблі, судна та плавзасоби;
21,942	відсотки, нараховані на борг у 526,509 тис. дол. США;
199,829	компенсація вартості розщеплювальних матеріалів, що вилучаються із ядерних боєприпасів, які було вивезено з території України та територію РФ
58,114	плата за використання Чорноморським флотом РФ земельних ділянок і інфраструктури на території України.
1,099,644	ВСЬОГО

Сторони погодилися, що після проведення взаємозаліку обсяг заборгованості України перед урядом Російської Федерації залишився рівним 1,974,355.860 тис. дол. США і узгодили порядок подальшого погашення цих зобов'язань, про який йтиметься пізніше.

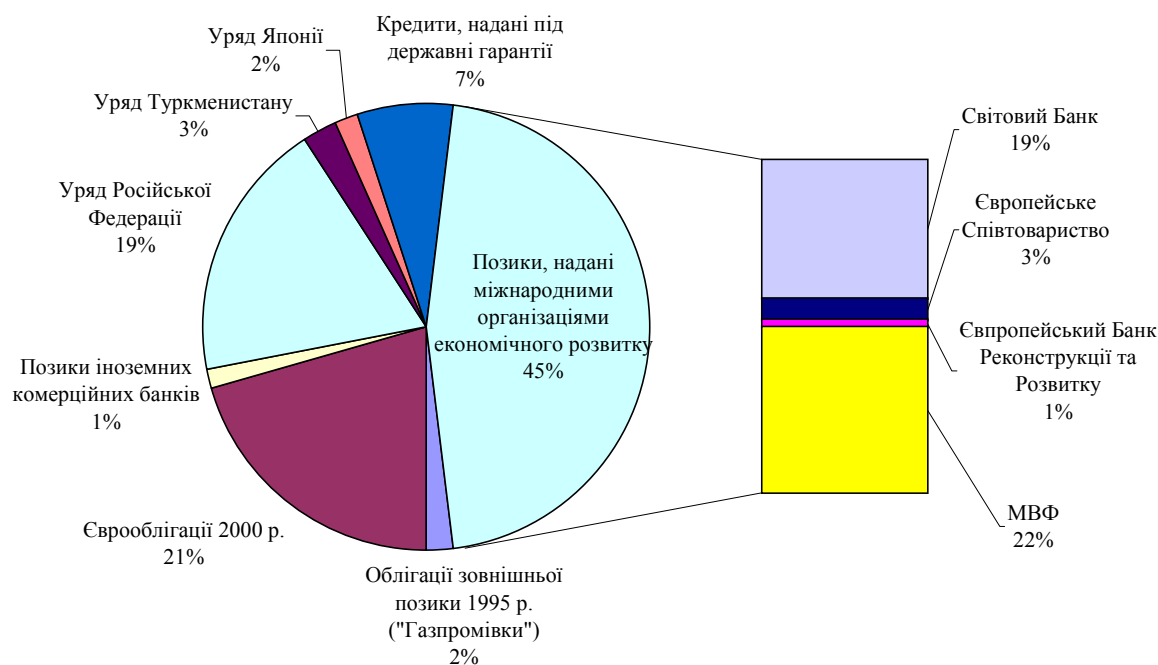
До інших виплат, здійснених урядом у погашення зовнішнього боргу у першому кварталі, належить погашення зобов'язань перед Міжнародним банком реконструкції та розвитку (1,190 тис. доларів США), чергові виплати з погашення кредитів Міжнародного Валютного Фонду (47,041 тис. доларів США у січні, 103,185.32 тис. доларів США у лютому, 22,566.95 тис. доларів США у березні та 88,595 тис. доларів США в квітні), виплати та проведення протоколів заліку зменшення заборгованості перед Туркменистаном за рахунок навчання туркменських спеціалістів в учбових закладах України (35,214.3 тис. дол. США), остаточна сплата зобов'язань за кредитом, наданим фірмою Нісшо Іваї (6,000 тис. дол. США), а також планові виплати основного боргу за фідучіарними позиками та нереструктурованими облігаціями зовнішньої позики 1995 року.

Нові запозичення у 2000 році було здійснено від Світового Банку (963 тис. доларів США у січні, 9,964 тис. доларів США у лютому і 3,011 тис. доларів США у березні)

та Світового Банку (1,686 тис. доларів США). Крім того, тривало отримання коштів за укладеними до 2000 року гарантійними угодами на кредитні лінії від урядів ФРН, Франції та Іспанії.

Структуру державного зовнішнього боргу станом на кінець квітня зображено на Графіку 5. Як свідчить цей графік, найбільша частка зовнішньої заборгованості України (близько 45%) припадає на позики, надані міжнародними організаціями економічного розвитку. З цих організацій найпотужнішими кредиторами України є Світовий банк та Міжнародний Валютний Фонд, на долю яких припадає більше 91 відсотка всього боргу перед міжнародними організаціями економічного розвитку.

Графік 5. Структура державного зовнішнього боргу станом на 1 травня 2000 року (Загальна сума зовнішнього боргу включно з кредитами МВФ = 10,544,196 тис. доларів США)



Друге місце за часткою в загальному обсязі боргу посідає новостворена в процесі реструктуризації заборгованість за єврооблігаціями 2000 року. Станом на початок квітня сукупний обсяг цих зобов'язань складав 2,166,904 тис. доларів США або 21% загальної зовнішньої заборгованості. Крім того, значною залишається заборгованість України перед урядом Російської Федерації за спожиті енергоносії (19% обсягу зовнішнього боргу). Проте, як уже зазначалося, схему погашення цього боргу уже було встановлено угодою про взаємозалік заборгованостей між урядами двох країн. Починаючи з 2001 року ці зобов'язання будуть виконуватися шляхом щорічного заліку орендних платежів у сумі 97,750 тис. доларів США, що мають сплачуватися Російською Федерацією за перебування Чорноморського Флоту РФ на території України, до повного погашення заборгованості. При такій схемі погашення боргу, його суму буде анульовано приблизно протягом 20 наступних років.

РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ УКРАЇНСЬКОГО КОМЕРЦІЙНОГО БОРГУ

Основна інформація

Відносною поміркованістю обсягів зовнішніх платежів до виконання у 2000 році державний бюджет України завдячує проведеній урядом у січні - квітні цього року реструктуризації державних комерційних боргів. Станом на початок року загальний рівень державної заборгованості перед приватними кредиторами становив близько 2.7 млрд. доларів США, з яких понад 1.5 млрд. доларів мало бути погашено протягом 2000 року. В результаті проведеної конверсії боргових зобов'язань, обсяг повернення основної суми зовнішнього боргу у 2000 році було знижено до рівня 185 млн. доларів, і таким чином проблема кризи зовнішніх платежів знову набула латентного характеру.

Переговори з іноземними комерційними кредиторами України проводилися протягом січня – квітня урядом України за участю інвестиційного банку АйЕнЖі Берінг, який було обрано лід-менеджером процесу реструктуризації. До участі в обміні закликалися власники таких боргових зобов'язань України:

- Облігації на суму 1,537,960 тис. німецьких марок, з терміном погашення в лютому 2001 року та купоном 16% річних;
- Облігації на суму 500 млн. доларів США, з терміном погашення в березні 2000 року та купоном 14.75% річних;
- Облігації на суму 73,750 тис. доларів США, з терміном погашення в жовтні 2000 року та купоном 16.75% річних;
- Облігації на суму 258,415 тис. доларів США, з терміном погашення в вересні 2000 року та купоном 0% річних;
- Облігації державної зовнішньої позики 1995 року (“газпромівки”) на загальну суму 1015 млн. доларів США, з терміном погашення в 2000-2007 роках та купоном 8.5% річних.

Зазначені облігації було запропоновано замінити на нові 7-річні єврооблігації, деноміновані в доларах США (із відсотковою ставкою 11% річних) або євро (із річною відсотковою ставкою 10% річних). Нові єврооблігації було випущено із щоквартальним купоном з виплатами 15 червня, 15 вересня, 15 грудня і 15 березня кожного року, та на умовах здійснення амортизаційних виплат двічі на рік за таким графіком: 15 березня і 15 вересня 2001 року – 3%, 15 березня і 15 вересня 2002 року – 5%, 15 березня і 15 вересня 2003-2006 рр. – 9.333% та 15 березня 2007 р. – 9.336%. Середня тривалість життя нових українських єврооблігацій становила 4.5 роки*. Обмін не передбачав списання або зниження основної суми боргу, хоча по

* Вважається, що спосіб вимірювання терміну життя облігації як різниці між датою випуску та датою погашення (7 років у випадку українських єврооблігацій) є некоректним, оскільки виплати основного боргу за такими облігаціями здійснюються в декілька етапів. Для визначення терміну погашення такого типу облігацій учасники фінансового ринку використовують середню тривалість життя фінансового інструменту, яка вимірюється як середній час отримання платежів по основному

облігаціях зовнішньої позики 1995 р. було розроблено спеціальну систему конверсійних коефіцієнтів.

Сукупний обсяг успішно конвертованих за цією схемою цінних паперів станом на 14 квітня 2000 року склав близько 99.24% всіх запропонованих до обміну фідуціарних облігацій та 76% облігацій зовнішньої позики 1995 року (“газпромівок”). Цей показник виявився значно вищим від рівня 85%, який було визначено на початку реструктуризації як критерій успіху проведення переговорів.

Успішний результат – ілюзія чи реальність?

Намагаючись оцінити вигідність проведеної реструктуризації комерційного боргу України, важливо чітко визначати проблему, ступінь розв’язання якої при цьому вважатиметься виміром ефективності. Під час численних презентацій плану реструктуризації, що проводилися урядом спільно із представниками АйЕнЖі Берінгз, неодноразово зазначалося, що поточні труднощі, які сьогодні переживає Україна в обслуговуванні своїх зовнішніх зобов’язань, є далекими від проблем боргової кризи, і скоріше відбивають тимчасову кризу ліквідності. Очевидно, що у ситуації тимчасової нестачі ліквідних коштів відстрочення терміну виконання зобов’язань відкриває боржнику можливість дотриматись кредитної угоди і надає йому додатковий час для покращення стратегії управління боргом. Однак, ні факт досягнення згоди з кредиторами, ні отримання додаткового часу, не можуть замінити відсутність такої стратегії та усунути загрозу втрати контролю над державним боргом.

Випущені на світовий фінансовий ринок нові українські єврооблігації можуть служити одним із показників сприйняття незалежними інвесторами надійності українського зовнішнього боргу. Ставлення інвесторів до платеспроможності боржника відбивається передусім на рівні ставки доходності цінного паперу, за якої попит на нього виявляється достатнім, щоб поглинути пропозицію.

Прості розрахунки дозволяють визначити поточний рівень доходності до погашення для кожного цінного паперу в будь-який момент часу, виходячи із його поточної ринкової ціни та обсягу майбутнього доходу, обіцяного за цим цінним папером. Ставкою доходності до погашення вважається така ставка відсотку, яка, будучи нарахованою на суму грошей, яку інвестор витрачає на купівлю облігації, дозволила би йому отримати весь обсяг доходу, запропонований в вигляді виплат за цією облігацією. Так, наприклад, станом на 15 червня цього року, ціна 100-доларових українських єврооблігацій нового випуску з купоном 11% річних на

боргу, зважений на очікуваний розмір отримання основного боргу. Математично це можна записати за допомогою такої формули:

$$AL = \sum_{t=1}^T \frac{t \times M_t}{12 \times M},$$

де AL – середня тривалість життя, M_t – розмір основної суми боргу, яка виплачується в момент t , M – загальна сума боргу, а T – кількість місяців до сплати.

Франкфуртській біржі становила 63.5 долари США, а ціна облігацій номіналом в 100 ЄВРО з купоном 10% становила 72.0 ЄВРО. Неважко обчислити, що ставка доходності, за якої ці суми відповідають сьогоdnішній вартості розміру майбутніх виплат за такими облігаціями, становить відповідно 26.25% та 20.47%.

На сьогоdnішній день облігації з таким високим рівнем доходності відносять до розряду спекулятивних, тобто ненадійних цінних паперів. Як ілюструє Графік 6, навіть порівняно з борговими зобов'язаннями інших країн, економіка яких перебуває в процесі розвитку, українські єврооблігації сприймаються західними ринками як небезпечний напрям інвестування.

Реструктуризація зовнішніх боргів, вдало завершена українським урядом, забезпечила дотримання Україною суверенних зобов'язань в ситуації переддефолтової паніки і на тлі хиткого іміджу вітчизняних цінних паперів. Тільки за цієї умови країна здобувала час для вирішення проблем боргової залежності і змогу майбутнього зміцнення міжнародної репутації. Проте наскільки вдало буде використано цей шанс тепер залежить виключно від подальшого розвитку політики управління боргом і економічної політики уряду в цілому.

Графік 6. Рівень доходності облігацій, випущених окремими країнами,
за даними АйЕнЖі Берінгз

