

# Внешний долг Украины: возврат доверия или дефолт

Как Украина и ее новый президент собираются расплачиваться по старым долгам

Все как-то резко забыли о широком жесте со стороны Российской Федерации в виде списания внушительной суммы, которую Украина обязана была выплатить «Газпрому» за невыбранный газ. Россия существенно снизила показатели долга, которые Украина имеет в настоящее время. Но и это не помогло. На сегодняшний день источники экономического роста Украины исчерпаны, и страна усиленно наращивает долги, что, по мнению некоторых представителей украинской власти, поможет привлечь иностранные инвестиции.

Так в чем выход для Украины, что должна сделать страна в ближайшие годы, чтобы не последовать примеру Греции? Одни призывают к тотальной экономии – мол, жить надо по средствам. Другие настаивают на проведении непопулярных реформ, третьи акцентируют внимание на расхлябанности политической системы Украины, а четвертые призывают к тесной кооперации с Россией и партнерами в Юго-Восточной Азии.

*Suddenly in one day everybody forgot about the broad gesture from the Russian Federation when was cancelled an impressive amount that Ukraine was obliged to pay to “Gazprom” for natural gas. Russia significantly reduced rates of duty, which Ukraine has today. But it did not help. On the present day, the sources of economic growth in Ukraine have been exhausted and the country is strongly increasing debts, which, according to some representatives of the Ukrainian authorities, it will help attract foreign investment.*

*So where is the way out for Ukraine, what country is supposed to do in the closest years not to follow example of Greece? Some are calling for a total savings like everyone must live within its resources. Others insist on carrying out unpopular reforms, others emphasize the laxity of the political system of Ukraine, and a fourth calls for close cooperation with Russia and partners in South-East Asia.*

*For full English version of the Article pls. contact MediaBusiness International Publishing House.*

ДФ

*В 2009 году МВФ  
выдал Украине  
три значительные  
суммы, причем  
каждый раз  
большая их часть  
шла напрямую  
в бюджет*

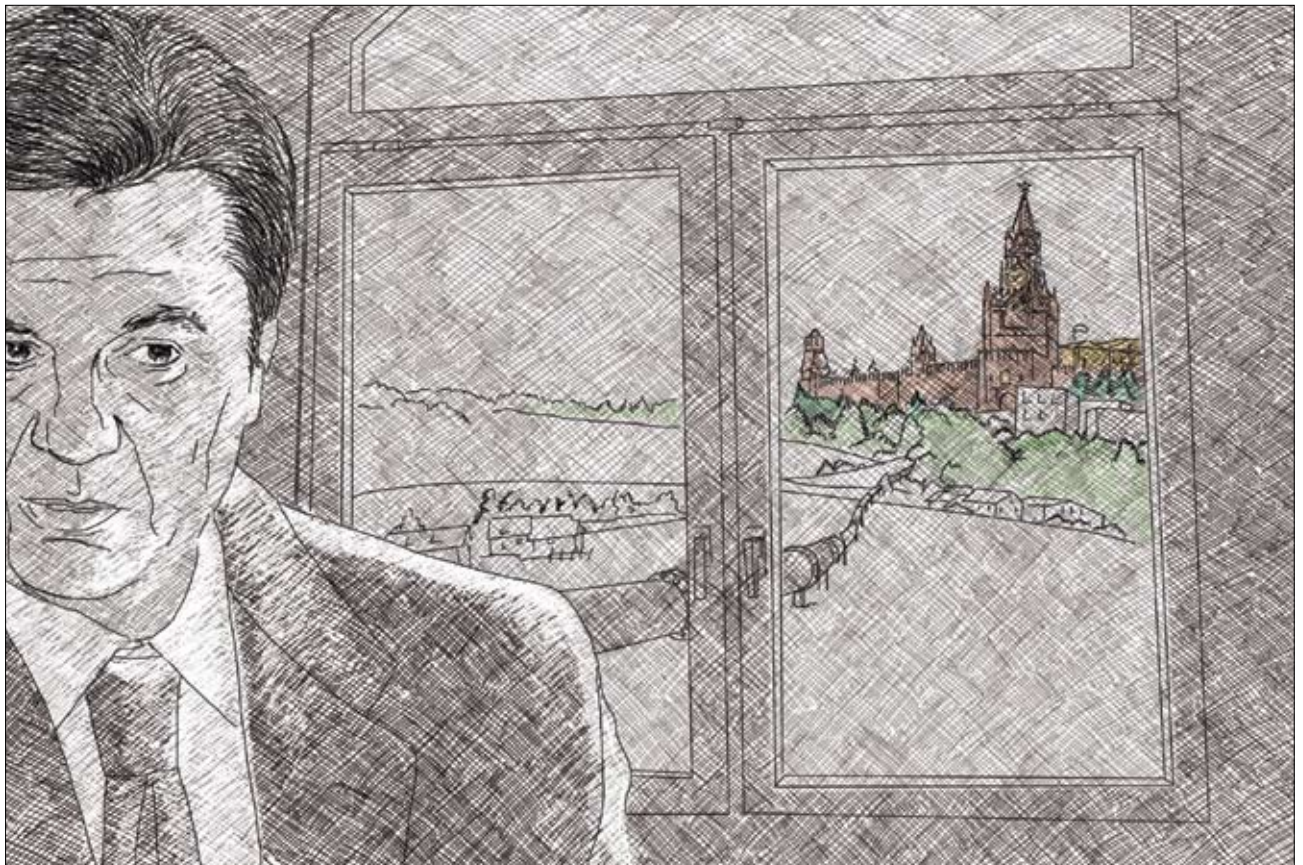
Если исходить из традиционного показателя критического размера внешнего долга, который прописан во всех учебниках международных валютно-финансовых отношений, – 60% от ВВП, уровень долга Украины не является критичным, потому как он колеблется от 25 до 32%. К тому же есть примеры других стран, где внешняя задолженность существенно превышает лимит, и тем не менее эти страны все еще находятся на плаву.

В прошлом году Украина стремительно наращивала долги. Совокупный прямой и гарантированный государством долг увеличился на 59%, то есть на 112 млрд гривен. В частности, природо прямого долга составил 81 млрд гривен (62%), а гарантированный государством долг увеличился на 31 млрд гривен, или на 53%. И для украинской экономики это значительная сумма. Из-за экономического кризиса страна прошла 2009 год с большим дефицитом бюджета: он был намного выше заявленных 21,6 млрд гривен, о чем свидетельствуют показатели прироста долга (дефицит оценен в 84 млрд гривен, что чуть выше 9% ВВП). И значительная часть прироста госдолга в 2009 го-

ду обусловлена выплатой депозитов и потребностями оплаты за импортируемый газ.

«Если анализировать, можно ли было в прошедшем году не набирать столько долгов, то это неконструктивно, потому как это уже сделано. И судя по всему, ответственности за это нести никто не будет, – считает депутат Верховной Рады Украины от Партии регионов Алексей Плотников. – Можно было создать более реалистичный бюджет и не использовать ресурсы Международного валютного фонда (МВФ) для затыкания дырок и покрытия дефицита». По мнению политика, необходимо было предпринимать другие шаги, которые бы не привели к такому стремительному росту внутренней и внешней задолженностей.

«Никто особенно не возражал в 2006–2008 годах, когда долг увеличивался: ни украинские банки, ни банки иностранные, которые смело ссуживали деньги Украине. Не возражало и население, которое решило, что можно потреблять точно так же, как потребляет Западная Европа и США, – заявляет исполнительный директор Международного фонда Блейзера Олег



Устенко. – И никто не задумывался, что в 2006–2008 годы совокупный внешний долг страны увеличился в три раза: с \$30 млрд (на конец 2005 года) он дошел до \$90 млрд к началу кризиса. И это сейчас будет давить в целом на экономическую политику в стране».

### Контекст мировых стандартов

Если говорить о том, где страна брала в долг в прошлом году, то главным кредитором был Международный валютный фонд, который вплоть до лета 2009 года продолжал сотрудничать с Украиной. В течение прошлого года он выдал три значительные суммы, причем каждый раз большая часть суммы шла напрямую в бюджет, что является достаточно непривычным для практики сотрудничества фонда со странами-реципиентами. За прошлый год МВФ предоставил Украине \$5 млрд напрямую правительству, \$1,5 млрд – на пополнение резервов НБУ и \$2 млрд – в качестве распределения специальных прав заимствования.

Вторым инвестором Украины в 2009 году стал Национальный банк Украины (НБУ), который проводил массированную политику и вкладывал средства в облигации: за прошлый год НБУ купил облигаций на сумму 41,5 млрд гривен – порядка \$5 млрд.

По словам экономиста инвестиционной компании Astrum Investment Menadgement Алексея Блинова, с точки зрения мировых стандартов, в том числе развивающихся стран, Украина имеет невысокий объем долга: пока это порядка 23% ВВП, в зависимости от того, что считать государственным долгом. «Долг многих стран соразмерен объему их ВВП, а принятые в зоне евро Маастрихтские критерии устанавливают ориентиром пре-

дела долга 60% ВВП, – поясняет эксперт. – Многие страны имеют гораздо более высокие долги, и украинские риски в этом плане традиционно переоценены. К примеру, Ливан имеет неоправданно низкий показатель риска дефолта, а Украина, к сожалению, по уровню переоценки ее рисков находится в компании таких нестабильных стран, как Пакистан и Венесуэла». Если сравнивать Украину с другими странами по показателю государственного долга, то кажется, что все стабильно и хорошо, нет никаких мотивов для паники. Но если посмотреть международную статистику по внешним долгам, сравнить с другими странами, то в Украине внешний долг занимает порядка 90% ВВП, в Болгарии – 110% ВВП, в Венгрии – 128% ВВП. Из развивающихся экономик хуже ни у кого нет. Польша уже имеет 58% ВВП. Россия же имеет отношение внешнего долга к ВВП около 38%. Если посмотреть второй показатель, который демонстрирует, насколько экономическая ситуация в стране может быть расшатана, – это отношение внешнего долга к экспорту. Если посмотреть украинский показатель, то, к сожалению, он один из худших – 204%. Пакистан – исключение: отношение долга к экспорту более 300%, но его внешний долг составляет всего 36% от ВВП.

### МВФ, НБУ и другие помощники

В 2009 году Украина смогла погасить все свои выплаты по прямому суверенному государственному долгу (крупнейшие погашения еврооблигаций пришлось на август и сентябрь), что было обеспечено благодаря сотрудничеству с МВФ. Пик напряженности по украинским рискам пришелся на февраль – апрель 2009 года: именно в эти месяцы больше всего говорили об украин-

Динамика внешнего долга Украины в 1990-е годы (\$ млрд):	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Внешний долг на начало года	0,396	3,624	4,828	8,217	8,839	9,555	11,486

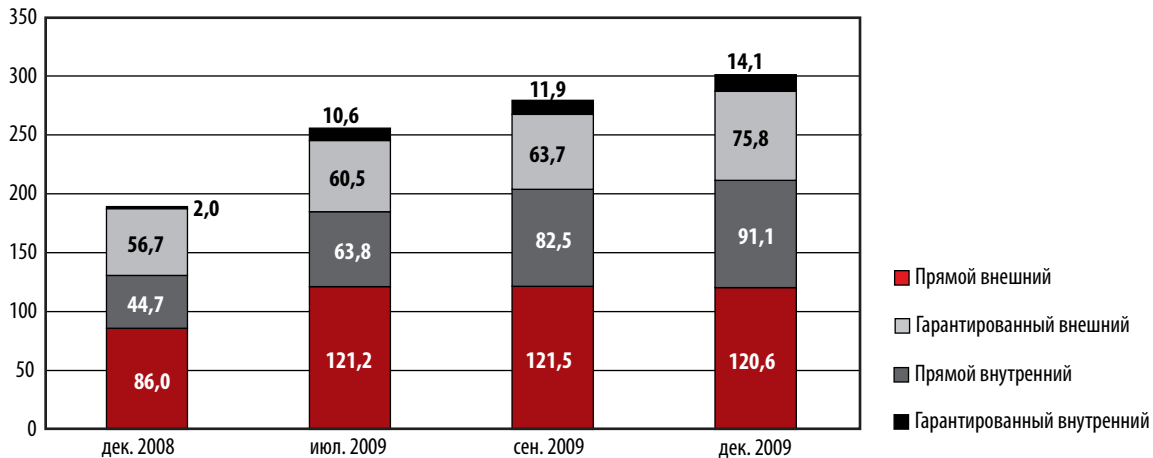
Источник: По данным ИМЭПИ РАН

Динамика внешнего долга Украины в 2000-е годы (\$ млрд):	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Внешний долг по итогам года	10,3	8	8,1	23,8	30,6	38,8	54,3	84,5	103,2	104,4

\* – Данные за 2009 год приведены по итогам девяти месяцев

Источники: Данные Национального банка, Минфина Украины и независимых источников

**Государственный долг, млрд грн.**



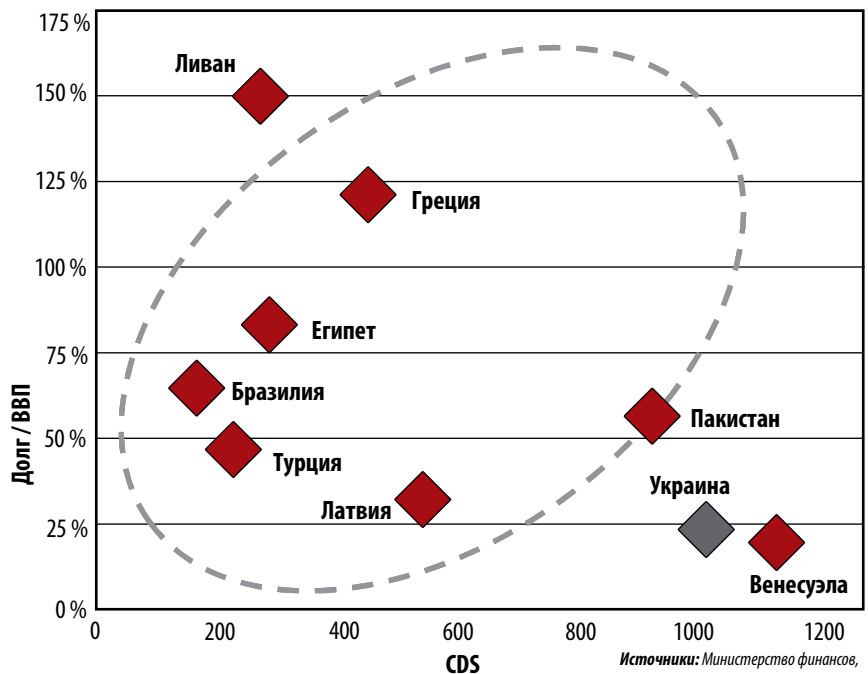
Источники: Министерство финансов, ASTRUM Investment Management

ском дефолте. Хотя получение кредита от Международного валютного фонда весной 2009 года частично сняло опасения инвесторов. В 2009 году еврооблигации Украины (и ее корпоративных эмитентов) обеспечивали обширные возможности для заработка. В настоящее время в обращении остается шесть выпусков облигаций на общую сумму \$4,3 млрд, а также еврооблигации в иенах, объем которых по текущему курсу составляет \$390 млн.

На 7 апреля 2010 года намечен визит в Киев миссии технической помощи Международного валютного фонда. Задача миссии состоит в подготовке нового Меморандума между МВФ и Украиной, от выполнения которого будет зависеть решение о выделении Украине очередного кредитного транша фонда. Юлия Тимошенко высоко оценивает уровень сотрудничества с МВФ. По словам главы украинского правительства, это партнерство стало основой для разработки Украиной необходимых экономических реформ.

Однако уже в 2010 году Украине предстоят существенные выплаты, поэтому необходимо грамотно оценивать уровень долговой нагрузки (и погашение основной части долга, и выплаты процентов). И данное соотношение будет составлять в среднем 10–11%, то есть каждую десятую гривну доходов, собранную в украинский бюджет, нужно будет отдавать по долгам. В текущем году Украине необходимо погасить ОВГЗ на 11,5 млрд гривен. В годовом выражении эта сумма не вызывает опасений. Однако второй квартал 2010 года – период сильной нагрузки. В частности, в апреле нужно погасить

**Оценка рисков дефолта и уровень долга**



Источники: Министерство финансов, ASTRUM Investment Management

ОВГЗ на 3,7 млрд гривен, а в июне – еще на 2,8 млрд. В эти периоды показатели будут достигать 20%, то есть каждая пятая собранная в бюджет гривна должна будет идти на погашение долгов. В настоящее же время 71% всех ОВГЗ находится в руках НБУ (причем большинство из этих облигаций имеет срок обращения свыше пяти лет).

В конце января бывшая еще премьер-министром Украины Юлия Тимошенко провела совещание с крупнейшими банками страны, попросив их приобрести новые ОВГЗ с доходностью около 20% годовых. В начале февраля предполагалось размещение эмиссии на 2 млрд гривен, банки смогли выку-

*ДФ*  
 Украине  
 необходимо  
 встать на путь  
 грамотного  
 управления  
 финансами:  
 накапливать  
 средства  
 на циклических  
 фазах роста,  
 а в момент спада  
 их тратить

пить ОВГЗ на 800 млн гривен. Облигации приобрели «Укрсоцбанк» (держатель контрольного пакета – UniCredit), УкрСиббанк (держатель контрольного пакета – BNP Paribas), «Райффайзен Банк Аваль» (держатель контрольного пакета – RZB Group) и «Ситибанк Украина» (держатель контрольного пакета – Citigroup). Банки с участием иностранного капитала продолжают финансировать правительство через механизм покупки ОВГЗ. В процессе размещения дополнительной эмиссии произошел скандал. По каким-то непонятным причинам для «Ситибанка Украины» облигации были проданы с большей доходностью – не 21% годовых, как всем, а 22,5%.

Если правительство (независимо от результатов выборов) будет оказывать определяющее влияние на НБУ, можно утверждать, что регулятор имеет все инструменты в 2010 году для административного давления на банки, чтобы те приобретали ОВГЗ. Вероятность технического дефолта по ОВГЗ зависит в том числе от возможностей правительства влиять на решения НБУ. С учетом неразрешенного вопроса по НДС вероятность технического дефолта по ОВГЗ очень высока. Фактически он уже происходит, поскольку правительство обращается к банкам с просьбой покупать новые ОВГЗ для погашения старых выпусков, тем самым пытаясь упредить дефолт.

#### **Перспективы на будущее**

По словам Олега Устенко, платежи, которые должны быть сделаны в 2010 году, составляют порядка \$25 млрд. При этом \$5 – должны выплатить украинские банки, \$11 – украинские корпорации, а \$9 млрд – это порция средних долгосрочных долгов. И причем эти \$9 млрд игнорируются официальной статистикой. Если же посмотреть на структуры этих долгов с другой стороны, то \$10 млрд из этих 25 – это торговые кредиты, \$15 млрд – те деньги, которые должны быть реструктурированы либо выплачены на протяжении 2010 года.

«Правительство, конечно, ведет политику по выпуску новых долгов с более длинным сроком погашения текущих, но в этом плане существует ряд существенных рисков. Дело

в том, что в этом году потребность в новых долгах будет определяться не только необходимостью погашения, но и сохраняющимся дефицитом», – поясняет эксперт Алексей Блинов. И даже в случае отказа выполнения обещаний в повышении социальных выплат, Украина этот год сведет со значительным дефицитом (порядка 65 млрд гривен, или 6% ВВП, ожидаемого в 2010 году). Поэтому, по словам эксперта, в этом году рынок ОВГЗ не готов идти на снижение процентов, которые платит Минфин, и украинскому правительству придется очень активно брать в долг. «Есть еще одна проблема, о которой российская сторона прекрасно осведомлена: каждый месяц в украинско-российских СМИ проходят размышления на тему того, сможет ли Украина заплатить очередной газовой платеж, – заявляет эксперт Astrum Investment Management. – Вместо регулярных отношений это становится каждый раз событием. И этот «фактор газа» будет довлеть над украинскими государственными финансами в течение всего года».

В этом году цена на газ существенно выросла, и в Украине складывается ситуация увеличения платежей при падении объемов импорта. Если в 2009 году Украина импортировала 37,9 млрд кубометров газа на сумму \$8 млрд, то в 2010 году она импортирует 33 млрд кубометров на сумму \$10,7 млрд. То есть, в связи с ростом стоимости газа для Украины при сокращении объемов импорта на 13%, стране придется заплатить на треть больше. По оценкам экспертов, ежемесячные платежи за импортируемый газ в течение 2010 года будут устойчиво превышать \$600 млн, а в пиковые месяцы закупок импортного газа – превышать \$1 млрд. И поскольку «Нафтогаз» остается финансово разбалансированным, газовый фактор создает дополнительную нагрузку на государственные финансы. К тому же валютные потребности «Нафтогаза» являются постоянным источником сокращения валютных резервов НБУ.

Восстановление сотрудничества с МВФ является критически важным для улучшения имиджа страны на долговом рынке, а также для обслуживания внешних платежей (долги и газовый импорт). Макро-

экономическая стабилизация и переход экономики к росту будут благоприятствовать динамике котировок украинского долга. И в 2010 году Украина сможет вернуться на коммерческий рынок внешнего долга. Но для этого уже сейчас необходимо аккумулировать средства на погашение крупных выплат по ОВГЗ во втором квартале 2010 года. Необходимо также переходить на трехлетнее планирование бюджета, как это делается в России. А для 2011 года целесообразно задаться целью отсутствия бюджетного дефицита. Такая цель и жесткая политическая подчиненность ей должны стать основополагающими принципами. И тогда 2011 год станет годом ускорения экономического роста. Поэтому необходимо встать на путь грамотного управления финансами: накапливать средства на циклических фазах роста, а в момент спада их тратить.

«На мой взгляд, 2010–2011 годы должны проходить под лозунгом возврата доверия. И доверие необходимо вернуть всем: и государству, и населению, и кредиторам Украины, и нашим инвесторам, – считает исполнительный директор Международного фонда Блейзера Олег Устенко. – Действительно, государственный долг Украины со-

ставляет \$20–25 млрд, но есть еще долг частного сектора, и это более чем \$100 млрд. И именно этот долг будет влиять на ситуацию в стране и на то, чтобы вернуть или не вернуть доверие». По мнению же депутата Верховной Рады Украины от Партии регионов Алексея Плотникова, сейчас по долгам реальнее всего вести речь о реструктуризации, об изменении сроков выплаты долга и привлечении внешних обязательств, потому как бюджет страны просто не вытянет расплатиться с существующим долгом. «Естественно, никто не говорит о том, что новая власть будет отказываться от долгов власти предыдущей, – заявляет политик. – Да, долг мог быть меньше, мог быть более управляемым, более реалистичным, но я оптимистично смотрю на перспективы того, что будет происходить у нас в 2010 году». «Я считаю, что 2010–2011 годы страна должна провести в режиме тотальной экономии, – считает Олег Устенко. – Кроме того, необходимо проведение важных, но непопулярных реформ, потому как не может страна выживать в таких условиях. Не может, к примеру, 16% ВВП потребляться на содержание пенсионной системы. Жить надо по тем средствам, которые есть». **DF**

Евгения Золотарь

**DF**

*Проблема, о которой российская сторона осведомлена: каждый месяц в украинско-российских СМИ проходят размышления – сможет ли Украина заплатить очередной газовый платеж*





### **Виталий ШАПРАН,**

*главный финансовый аналитик, заместитель директора РА «Эксперт-Рейтинг», к.э.н., член УОФА:*

«Наши российские партнеры должны отдавать себе отчет в том, что в Украине госдолги накапливаются на 90% из-за политических конфликтов внутри ветвей исполнительной власти. В текущий момент времени в стране назревает кризис ликвидности: из-за снижения налоговых платежей и отсутствия поступлений от приватизации правительство рассчитывается по долгам из резервов НБУ. Однако так будет продолжаться недолго. Резервы в размере \$25 млрд не могут быть полностью истрачены. В стране существует несколько источников финансирования госдолга:

- приватизация. Данный источник недоступен из-за отсутствия коалиции в парламенте и понимания между президентом и премьер-министром, попросту отсутствует политическая воля. Необходимо

провести эффективную продажу привлекательных объектов, в том числе газотранспортной системы;

- займы МВФ. Не доступны из-за отсутствия принятого на 2010 год бюджета – чиновники уважаемой международной организации мягко дали понять: пока в стране не будет сформирована дееспособная коалиция, сотрудничество с МВФ никто не возобновит;

- преобразования налогового кодекса, которые позволят внести в процедуру сбора налогов изменения и повысят доходы государства.

Последний источник также недоступен из-за отсутствия коалиции. Уверен, что при ее наличии большинство вопросов украинского госдолга можно было бы решить в оперативном порядке, но такого большинства до новых парламентских выборов может и не быть. К сожалению, последние два года показали, что должность президента в Украине не несет в себе экономических функций и президент не может управлять страной так, как это делает президент РФ или США. У нас основные экономические рычаги сконцентрированы в руках премьера и парламента: без их единодушия нельзя ни сменить главу НБУ, ни поменять министра или главу ключевого надзорного органа. Поэтому, скорее всего, мы увидим сокращение резервов НБУ в период политической борьбы, рост государственного долга и, как логический конец всего этого, – государственный дефолт с последующей просьбой инвесторов о реструктуризации обязательств правительства на более длительные сроки. Думаю, что новому правительству (если оно будет) текущее не оставит иного решения, кроме дефолта.

Что же касается негосударственного сектора, тут я более оптимистичен. Цифра в 104 млрд гривен, нарисованная НБУ, включает в себя доли украинских банков своим материнским структурам. Как показывает практика, они не только не стремятся забрать отсюда деньги, но готовы в кризис поддерживать свои дочерние структуры, поэтому в реальности я бы разделил эту цифру наполам. \$50 млрд – это примерно и есть та нагрузка, которая ляжет на общую сумму возврата нерезидентам. Хотя и тут есть интересные моменты: довольно много денег выдано международными финансовыми организациями – ЕБРР, МФК, Мировым банком, по нашим подсчетам это около \$10 млрд. Часть долгов по торговому финансированию сейчас подлежат реструктуризации. Думаю, что для негосударственного сектора текущий кризис большой долгой трагедией не обернется».



### **Лиана ПЕПЕЛЯЕВА,**

*заместитель председателя Комитета Государственной Думы по финансовому рынку:*

«Ситуация на Украине и в России, конечно, различается. Очевидно, что финансовая система Украины сейчас находится в достаточно сложном состоянии. В феврале этого года председатель Счетной палаты Украины Валентин Симоненко заявил, что к 1 января 2010 года на едином казначейском счете (ЕКС) правительства находилось 1,7 млрд гривен. При этом сумма обязательств Госказначейства составляла 25,4 млрд гривен. Валентин Симоненко считает, что произошло полное разрушение системы управления финансовыми ресурсами государства, причиной чему стали, в частности, незаконное кредитование в 2009 году НАК «Нафтогаз Украины» и Пенсионного фонда, которое осуществлялось в нарушение Бюджетного кодекса и закона о госбюджете, а также «ручной» режим управления госбюджетом в 2009 году.

Вместе с тем есть моменты, которые можно считать общими для двух стран. Для Украины, как и для России, сейчас очень актуальна задача снижения дефицита бюджета. МВФ настаивает, что дефицит бюджета в 2010 году не должен превышать 4,5%. Формально дефицит бюджета Украины в 2009 году составил всего 2,37% ВВП, однако с учетом дефицита НАК «Нафтогаз Украины» и средств, потраченных на рекапитализацию банков, он оценивается в 10–12% от ВВП.

Также общей проблемой является дефицит Пенсионного фонда. Из 15 млрд гривен, необходимых на выплату пенсий, в январе Пенсионный фонд собрал только 7,6 млрд гривен. В России источники покрытия дефицитов федерального бюджета и бюджета Пенсионного фонда определены, что стало возможно благодаря накопленным резервам. Украине, судя по всему, остается надеяться на внешнюю помощь, но в любом случае потребуются кардинальные сокращения бюджетных расходов.

Программа по поддержке стабильности банковской системы Украины была крайне непопулярна и подорвала доверие граждан. Так, в октябре 2008 года Национальный банк (НБУ) ввел ограничения на досрочное снятие депозитов. Однако в декабре того же года под влиянием МВФ НБУ снял эти ограничения, при этом обязав банки обеспечить позитивную динамику роста депозитов с целью недопущения досрочного возврата средств, размещенных вкладчиками. По сути для банков это означало сохранение моратория. Только в мае 2009 года данная обязанность была с банков снята.

Тем не менее негативный опыт – тоже опыт. На примере Украины можно еще раз убедиться в том, насколько непродуктивными являются наращивание неконтролируемого внешнего долга, накопление отложенных внутренних обязательств и популизм в решении социальных вопросов. Ошибки, допущенные руководством Украины в предыдущие годы, несомненно, должны быть учтены при разработке мер российской финансовой политики».