

**АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ
ТА КЛЮЧОВІ НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ**

Анотація

В записці проаналізовано фактори впливу та стан державного боргу в 2014 році, запропоновані пропозиції щодо підвищення рівня боргової безпеки держави у 2015 році та на середньострокову перспективу.

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА КЛЮЧОВІ НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ

I. Фактори, що впливали на стан державного боргу України в 2013-2014 роках

На шляху інтеграції української держави до ЄС виявилось багато проблем та викликів, особливо небезпечних в умовах зовнішньої агресії та ведення військових дій. Економіка України, як і держава в цілому, на сьогодні переживає надзвичайно складний період та потребує термінових ефективних перетворень.

У 2014 році Україна пережила безпрецедентне поєднання політичної, фінансово-економічної та банківської кризи. Конфлікт на сході України разом із накопиченими у попередні роки макроекономічними дисбалансами зруйнували макрофінансову стабільність держави. Сучасна економічна ситуація в Україні демонструє, що одним із найвпливовіших чинників, який відчутно гальмує розвиток країни, є зростання до загрозливих параметрів боргового навантаження, надмірне залучення коштів на недосить вигідних умовах поряд з нераціональністю їх використання перешкоджають довгостроковому економічному зростанню та торпедують стан фінансової безпеки. Тому вдосконалення управління державним боргом та його обслуговування є актуальною проблемою, оскільки тільки ефективна боргова політика може підвищити рівень боргової безпеки, дозволить знизити розмір дефіциту державного бюджету та сприяти економічній міцності країни.

Тенденція до зростання державного боргу України (рис. 1) простежується упродовж вже декількох останніх років, її визначають високі валютні ризики зовнішньої заборгованості, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, а також тиск боргових виплат на державні фінанси. Впродовж 2014 року обсяг *державного та гарантованого державою боргу* зріс з 584,4 млрд грн (40,2 % ВВП) у 2013 році до 1100,8 млрд грн (70,7 % ВВП) у 2014 році, перетнувши граничний рівень

індикатора боргової безпеки держави в 60 % ВВП. а *державного боргу* – з 480,2 млрд грн (33,0 % ВВП) до 947,0 млрд грн (60,8 % ВВП) відповідно.

Факторами, що зумовили зростання *державного боргу* в 2014 році стали:

- важка політична криза та військовий конфлікт, що тривав весь 2014 рік та наразі продовжується, це вимагає додаткового фінансування сфери оборони;

- глибока економічна рецесія, викликана необхідністю переформатування економічних зв'язків, пов'язаних із втратою економічного вкладу АРК, частини Донецької та Луганської областей, відходом від економічного кооперування з Російською Федерацією, низкою внутрішніх та зовнішніх факторів, що впливають на виконання доходної частини бюджету і вимагають додаткових джерел фінансування;

- наявність соціальних та інших зобов'язань держави, обов'язкових для виконання незважаючи на економічну нестабільність; в першу чергу це забезпечення потреб населення у енергоносіях (природному газі та електроенергії), виконання зобов'язань з виплати пенсій тощо;

- необхідність додаткових коштів для здійснення структурного реформування та стабілізації економічної ситуації;

- фінансування за рахунок державних запозичень значного дефіциту державного бюджету, сформованого під впливом істотного зростання видатків на оборону (на 84,4 %) та на обслуговування боргу (на 51,5 %); дефіцит у 2014 році склав 78,1 млрд грн або 4,95 % ВВП і суттєво перевищив економічно обґрунтоване граничне значення цього показника в 3 % ВВП;

- необхідність подальшої бюджетної підтримки державних підприємств та банків шляхом збільшення їх статутних капіталів. Зокрема, в 2014 році дефіцит НАК «Нафтогаз України», фінансування якого за відсутності інших джерел здійснювалось здебільшого за рахунок державних запозичень, склав 5,7 % від ВВП, а загальний дефіцит (сальдо) сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогазу України» близько 10,3 %

ВВП. Змінами до Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» передбачена необхідність подальшого збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» – на 29,7 млрд грн, банківських установ – 36,5 млрд грн, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб – на суму 20 млрд грн. В бюджеті Пенсійного фонду України на 2015 рік закладено дефіцит обсягом майже 19,0 млрд грн, що також буде покриватись за рахунок коштів Державного бюджету України.

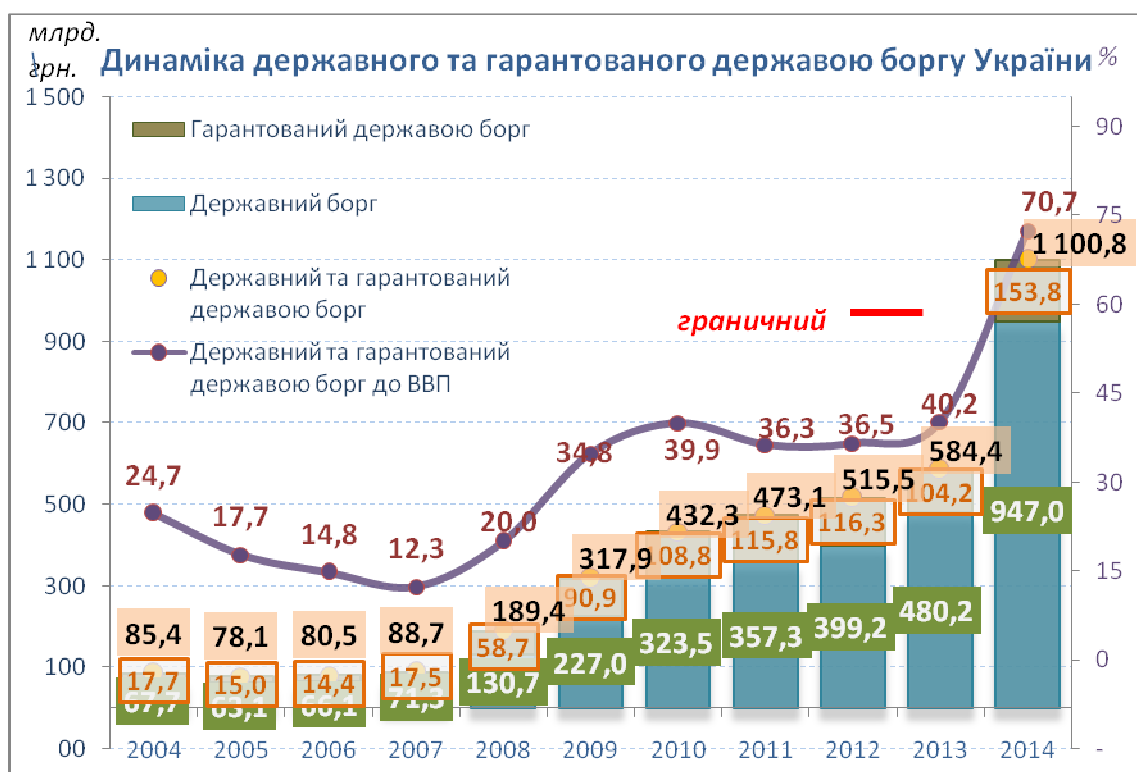


Рис. 1. Динаміка державного та гарантованого державою боргу України впродовж 2004-2014 років.

Джерело: Міністерство фінансів України

Особливо небезпечним є суттєве збільшення в Україні обсягу зовнішнього боргу.

Значна девальвація національної валюти протягом 2014 р. та початку 2015 року (національна валюта девальвувала з 8 до 23-24 грн за долар США) призвела до зростання тієї частини боргу, яка номінована в іноземній валюті, та відповідних платежів за ним. Відбулось зростання державного та гарантованого державою зовнішнього боргу з 300,3 млрд грн або 37,6 млрд дол. США (51,4 % від загальної суми державного та гарантованого

державою боргу) в 2013 році до 612,97 млрд грн (55,6 % від загальної суми державного та гарантованого державою боргу) або 38,8 млрд дол. США в 2014 році. Ці процеси посилюють ризики залежності України від іноземного фінансування.

Змінами до Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» визначено, що на 31 грудня 2015 року граничний *обсяг державного боргу* складе 1394,4 млрд грн. За прогнозами ж МВФ *обсяг державного та гарантованого державою боргу* в 2015 році складе 1741,6 млрд грн (94,1 % ВВП), в т.ч. державного – до 1385 млрд грн (75,4 % ВВП). Все це свідчить про динамічне зниження рівня боргової безпеки держави. Проте, за тими ж прогнозами, до кінця 2020 року показник рівня державного та гарантованого державою боргу знизиться до 71,0 % ВВП¹.

Необхідно зауважити, що український державний борг є «дорогим» в обслуговуванні. Необхідність фінансування бюджетного дефіциту при відсутності доступу до дешевих фінансових ресурсів на фінансових ринках, змушувала брати кредити під високі відсотки. Тому протягом 2013-2014 років відбулось *значне зростання вартості обслуговування державного боргу* (рис. 2). Якщо відношення платежів з обслуговування державного боргу до обсягу доходів державного бюджету в 2013 році складало 9,3 %, то в 2014 році ця величина збільшилась до 13,4 % (відношення вартості обслуговування державного боргу до обсягу видатків державного бюджету склало в 2014 році 11,2 %). Необхідність збільшення видатків на обслуговування державного боргу з 31,7 млрд грн в 2013 році до 48,0 млрд грн у 2014 році суттєво зменшила можливості фінансування інших статей та ефективність видаткової частини державного бюджету загалом.

¹<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>(с. 48-49)



Рис. 2. Вартість обслуговування державного боргу впродовж 2004-2014 років в номінальному та відносному (щодо обсягу доходів та видатків бюджету) вимірі

Джерело: Міністерство фінансів України

Впродовж 2014 року в Україні відбулось стрімке зменшення обсягу міжнародних валютних резервів до 7,5 млрд дол. США на кінець року. А подальше скорочення золотовалютних резервів до рівня 5,6 млрд дол. США станом на 01.03.2015 є анти-рекордом з червня 2003 р., в той час як мінімальний норматив золотовалютних резервів (покриття обсягу імпорту протягом трьох місяців) має становити близько 23 млрд дол. США.

Така ситуація знижувала можливості для погашення зовнішнього боргу і зумовлювала погіршенням оцінок кредитного рейтингу України

Зокрема, у грудні 2014 року Standard&Poor's Ratings Services знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг України в іноземній валюті до рівня «ССС-». Водночас було підтверджено короткостроковий кредитний рейтинг України в іноземній валюті на рівні «С». Знижено довго- й короткостроковий рейтинги в національній валюті до рівня «ССС+» та «С»

відповідно та надано негативний прогноз. У лютому 2015 р. Fitch Ratings відзначив довгострокові рейтинги дефолту емітента (РДЕ) в іноземній валюті на рівні «СС», короткостроковий рейтинг в іноземній валюті на рівні «С» та понизив довгострокові РДЕ в національній валюті до рівня «ССС». 24 березня 2015 року Moody's Investors Service (Moody's) знизило рейтинги за довгостроковими зобов'язаннями як в іноземній, так і в національній валюті від «Саа3» до «Са» та зберегло негативний прогноз².

Погіршення рейтингових оцінок для країни до переддефолтного рівня несе ризик ще більшого закриття України для іноземного інвестування та відтоку іноземного капіталу.

В ситуації, що склалась в державі навколо боргового навантаження, особливо гостро постає питання вдосконалення боргової політики.

Так згідно «Стратегічного плану діяльності Міністерства фінансів України на 2015 бюджетний рік та два бюджетних періоди, що настають за плановим (2016–2017 роки)» серед основних **пріоритетів** держави в борговій політиці виділено наступні:

- удосконалення системи управління державним боргом;
- ефективна реалізація національних інтересів на міжнародній арені;
- якісне управління зобов'язаннями та підтримка кредитного рейтингу країни;
- забезпечення ефективності використання інвестиційних коштів бюджету;
- залучення позик, фінансових ресурсів, спільних з МФО на впровадження інвестиційних та інфраструктурних проектів, в т.ч. для економічної реабілітації та відновлення Донецької та Луганської областей.

²http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=408817&cat_id=406134&ctime=1423925083440 ;

Для покращення ситуації в сфері управління державним боргом України було здійснено ряд важливих кроків.

1. Верховною Радою України прийнято Закони України «Про зміни до Державного бюджету України на 2015 рік» та «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо пенсійного забезпечення», реалізація яких передбачає економію коштів Пенсійного фонду України та, відповідно, Державного бюджету України на покриття дефіциту Фонду у сумі 3,9 млрд. грн. *Це сприятиме стабілізації фінансового стану бюджету Пенсійного фонду України.*

2. *Для зниження боргового навантаження заплановано достатньо жорсткі заходи з покращення первинного структурного розширеного сальдо бюджету.* Фінансування державного бюджету здійснюватиметься за рахунок залучення зовнішніх запозичень та надходжень від приватизації – відповідно 163,1 та 17,0 млрд грн. В цілому розширений дефіцит державного бюджету та соціальних фондів знизиться до 8,8 % ВВП в поточному році.

3. З метою посилення дії ринкового механізму та *зменшення ризиків для державного бюджету* «Основними напрямками бюджетної політики на 2015 рік» передбачено введення 5-відсоткового ліміту на видачу державних гарантій відносно доходів загального фонду державного бюджету.

4. *Започатковано реформування чинної системи цін для населення з метою скорочення витрат на покриття дефіциту НАК «Нафтогазу України».* Зокрема, регулятором ринку енергетики ухвалено рішення про підвищення роздрібною ціни на газ для домогосподарств в середньому на 285 відсотків та підвищення роздрібних цін на теплову енергію для домогосподарств в середньому на 67 відсотків із вступом у дію, починаючи з 1 квітня 2015 р. Це дозволить забезпечити зменшення витрат на фінансування НАК «Нафтогаз України» та підприємств теплокомуненерго з 7,0 % до 1,6 % ВВП. Одночасно здійснюються заходи з бюджетної підтримки населення через надання субсидій для компенсації підвищення тарифів.

5. Урядом України та Міжнародним Валютним Фондом започаткована нова програма взаємодії в рамках Механізму розширеного фінансування (EFF). Програма спрямована на відновлення макроекономічної стабільності в Україні, проведення структурних реформ та створення основи для економічного зростання і підвищення рівня життя населення. За умовами програми обсяг фінансування становить 17,5 млрд дол. США терміном на 4 роки. Перший транш кредиту в розмірі 5 млрд дол. США Україна вже отримала 13 березня. Другий транш, розрахунковий обсяг якого складає 1,6 млрд дол. США (в Мінфіні допускають, що його розмір може бути збільшений до 5 млрд дол. США), і всі наступні транші МВФ можуть бути одержані за підсумками щоквартальних оціночних місій Фонду, перша з яких очікується 15 червня. Згідно з новою програмою, в 2015 році Україна може одержати із зовнішніх джерел близько 16,3 млрд дол. США, включаючи 10 млрд дол. США за лінією Міжнародного валютного фонду. Серед міжнародної допомоги – кошти від Євросоюзу на 1,8 млрд дол. США та від уряду США на 2 млрд дол. США.

6. Розпочато перемовини щодо реструктуризації частини суверенного боргу, власниками якого є приватні кредитори.

II. Можливості реструктуризації частини суверенного боргу, власниками якого є приватні кредитори

У березні 2015 року український Уряд почав консультації з власниками частини суверенного боргу з метою поліпшення його структури та зменшення майбутніх виплат за борговими зобов'язаннями протягом наступних 4 років на 15 млрд дол. США. В 2015 році, за даними Міністерства фінансів України, держава повинна виплатити 11 млрд дол. США боргових зобов'язань.

Зменшення майбутніх виплат за борговими зобов'язаннями можна досягти за рахунок: 1) пролонгації позик; 2) зниження купону; 3) зниження

номіналу позик. У квітні урядовцями було заявлено, що два останні варіанти поки що не обговорюються, принаймні в частині державного та гарантованого державою боргу, оскільки Укрексімбанк уже офіційно звернувся до кредиторів з проханням надати відстрочку на погашення євробондів на 750 млн доларів з терміном обігу до 27 квітня 2015 року на два місяці. Загальна сума зовнішніх боргових зобов'язань державного сектору перед приватними кредиторами, що може бути запропонована до реструктуризації, становить 25,8 млрд дол. США, в т.ч. єврооблігації – 17,2; гарантовані державою кредити та єврооблігації – 5,0 та негарантовані урядом облігації підприємств державного сектору та м. Києва – 3,5 (табл. 1).

Таблиця 1

Обсяг та характеристика боргових зобов'язань державного сектору, що можуть бути запропоновані до реструктуризації

	Дата погашення	Ставка дохідності, %	Загальна сума боргу, млн. дол. США	в т.ч. у власності	
				російських банків	Franklin Temptation investment*
Зовнішній борг перед приватними кредиторами	-	-	25842	4 122	4 550
Державний борг	-	-	17 229	3 000	3 798
ОЗДП 2005	13.10.15	4,95 %	679	...	56
ОЗДП 2006	21.11.16	6,58 %	1 000	...	147
ОЗДП 2007	14.11.17	6,75 %	700	...	83
ОЗДП 2010	23.09.15	6,88 %	500	...	11
ОЗДП 2010	23.09.20	7,75 %	1 500	...	600
ОЗДП 2011	23.02.21	7,95 %	1 500	...	569
ОЗДП 2011	17.06.16	6,25 %	1 250	...	353
ОЗДП 2012	24.07.17	9,25 %	2 000	...	765
		7,46 %	600	...	
ОЗДП 2012	28.11.22	7,80 %	2 250	...	893
ОЗДП 2013	17.04.23	7,50 %	1 250	...	320
ОЗДП 2013	20.12.15	5,00 %	3 000	3 000	...
ОЗДП 2014	16.05.19	1,84 %	1 000	...	...
Гарантований державою борг	-	-	5 070	1 122	...
Citibank, N.A. London (кредит Укравтодору за угодою від 07.07.06)	30.09.16	Euribor 6M+2,75 %	84	...	...
Credit Suisse International (кредит Укравтодору за угодою від 28.01.2009)	15.10.17	Libor6M USD+7,07 %	151	...	...
Deutsche Bank AG London (кредит Укравтодору за угодою від 17.08.2005)	20.09.15	Libor6M USD+2,7 %	14	...	...
UniCredit Bank Austria AG (кредит ДП "Укрмедпостач", за угодою від 18.09.2009)	20.09.20	5,50 %	58	...	...

VTB Capital PLC (кредит Укравтодору за угодою від 25.11.10)	...	...	147	147	...
ВАТ "Газпромбанк" (кредит НАК "Нафтогаз України" за угодою від 27.12.13)	...	...	500	500	...
Державний банк розвитку КНР (кредит НАК "Нафтогаз України" від 25.12.2012)	...	...	85	...	...
Експортно-імпортний банк Китаю (кредит ДПЗКУ за угодою від 26.12.2012 №201209)	...	...	1 552	...	...
Експортно-імпортний банк Кореї (кредит Південній залізниці за угодою від 29.12.2010)	...	...	196	...	...
Сбербанк Росії кредит Укравтодору за угодою від 22.07.11 та ДП "Конструкторське бюро "Південне" за угодою від 16.09.11	...	...	475	475	...
Облігації ДП "Фінансування інфраструктурних проектів" 2010	03.11.17	8,38 %	568	...	24
Облігації ДП "Фінансування інфраструктурних проектів" 2011	20.04.18	7,40 %	690	...	239
Облігації ДП "Фінансування інфраструктурних проектів" 2012	07.12.17	9,00 %	550	...	490
Негарантований урядом боргові зобов'язання державних банків, Укрзалізниці та міста Київ	-	-	3 525		753
Укрексімбанк	27.04.18	8,375 %	750	...	...
Укрексімбанк	09.02.16	8,400 %	125	...	...
Укрексімбанк	22.01.18	8,750 %	600	...	...
Ощадбанк	10.03.16	8,250 %	500	...	...
Ощадбанк	20.03.18	8,875 %	500	...	...
Укрзалізниця	21.05.18	9,500 %	500	...	...
Київ	06.11.15	8,000 %	250	...	...
Київ	05.03.16	9,375 %	300	...	...

* станом на вересень 2014

Джерело: Міністерство фінансів України

Досвід боргової реструктуризації у Греції. В результаті чергового загострення грецької боргової кризи міжнародна трійка кредиторів (ЄС, ЄЦБ та МВФ) погодившись надати другий транш уряду Греції висунули перед ним три вимоги: 1) укласти угоду з приватними кредиторами, що були власниками державних цінних паперів, списати 50 % від основної суми боргу, зменшивши дохідність за рештою суми боргових зобов'язань до 3,5 %; 2) прийняти заходи щодо бюджетної економії для того щоб зменшити рівень бюджетного дефіциту до прийняттого рівня; 3) підписати угоду між основними політичними силами в Греції, яка б гарантувала реалізацію жорстких бюджетних обмежень навіть після виборів у квітні 2012 року.

21 лютого 2012 року Єврогрупа погодила остаточний план надання уряду Греції фінансової допомоги обсягом 100 млн євро, який також

передбачав зниження відсоткової ставки за уже виданими кредитами до рівня Euribor+150 базових пунктів. Також країни члени ЄС зобов'язалися спрямовувати увесь прибуток своїх центральних банків до 2020 року на придбання боргових зобов'язань уряду Греції за зниженими ставками.

Умови реструктуризації боргу перед приватними кредиторами були наступними:

1) 15 % від номінальної вартості старих облігацій інвестори отримали у вигляді векселів Європейського фонду фінансової стабільності (*European Financial Stability Facility – EFSF*), з яких 50 % погашалось в березні 2013 року з купоном 0,4 % річних, а інші 50 % – в березні 2014 року з купоном у розмірі 1 %.

2) 31,5 % від номінальної вартості старих облігацій були реструктуризовані у 20 нових довгострокових облігацій, випущених відповідно до англійського права з різними термінами до погашення – починаючи від 2023 до 2042 року. Відсоткові ставки встановлено на рівні 2,0 % річних протягом 2012-2015 років, 3,0 % протягом 2016–2020 років, 3,65 % – у 2021 році та 4,3 % річних протягом 2022-2042 років.

3) Набір цінних паперів, що гарантують власникам нових довгострокових облігацій збільшення купону до 1 % понад встановлений рівень у випадку, якщо зростання реального і номінального ВВП перевищуватиме встановлені межі, які відповідають прогнозу МВФ щодо зростання ВВП, починаючи з 2015 року. Номінальна вартість цих облігацій протягом 2024-2042 років щорічно зменшуватиметься на 5 %, що відповідає плану погашення облігацій, визначених у попередньому підпункті. Тобто номінальна сума облігацій буде використовуватися лише для коригування купонних платежів, визначених у попередньому підпункті в сторону збільшення, а основна сума боргу за цими облігаціями є умовною.

Таким чином, в результаті проведеної реструктуризації, обсяг списаної приватними кредиторами суми основного боргу становив **106,5 млрд євро**.

Решта власників облігацій на суму 9 млрд євро, які спочатку не погодились на цю угоду, були змушені її врешті решт прийняти. Закон, прийнятий перед цим у Греції, зобов'язував всіх приватних кредиторів – власників облігацій здійснювати обмін, якщо більше двох третин інвесторів погодились на відповідну угоду. Власники облігацій на суму 20 млрд євро, випущених державними компаніями та гарантованими грецьким урядом, також були залучені до цієї угоди.

Припустивши, що середній термін до погашення становив у 2012 році 5 років, реструктуризація надала змогу зменшити суму виплати відсотків в майбутньому на **45 млрд євро**.

Необхідно зазначити, що в процесі переговорів грецький уряд використовував елементи пресингу у вигляді погроз щодо виходу Греції з єврозони, використовувались аргументи щодо можливої фінансової підтримки держсектору Греції Євробанком. Оскільки дефолт Греції міг запустити ланцюгову реакцію дефолтів у ЄС, органи ЄС робили все, щоб реструктуризація успішно здійснилась.

Таким чином внаслідок проведеної у 2012 році реструктуризації боргу Греції, загальний обсяг зменшення виплат основної суми та відсоткових платежів становив **152 млрд євро**. Заручившись підтримкою з боку МВФ, ЄЦБ та ЄС уряд Греції скористався *додатковою можливістю* зменшити обсяг державного боргу застосувавши його зворотній викуп на аукціоні за нідерландською схемою, запропонувавши ціну викупу в середньому 33,8 % від номіналу [і]. Обсяг облігацій, що були викуплені становив 31,9 млрд євро, на їх викуп було використано 10,8 млрд євро. Тобто зворотній викуп дозволив зменшити обсяг боргу ще на **21,1 млрд євро**.

В цілому ж активні операції з борговими зобов'язаннями надали змогу зменшити майбутні виплати за прямими та гарантованими борговими зобов'язаннями на суму **173 млрд євро**, що загалом склало 90 % ВВП 2012 року.

Можливості та шляхи боргової реструктуризації в Україні.

Уряд України не має таких аргументів, якими користався на переговорах з кредиторами уряд Греції. Але є свої особливості, які необхідно враховувати у переговорному процесі.

1. Оцінка кредиторами ймовірності дефолту та рівня відновлення платежів (recovery rate). Кредитори звичайно ж хочуть отримати свої кошти назад, і не хочуть, щоб справа дійшла до дефолту, коли ці кошти «зависають». Одним із об'єктивних показників, що впливають на ймовірність дефолту, є відношення обсягу боргу до ВВП. На кінець 2015 року обсяг державного і гарантованого державою боргом України прогнозується на рівні 94,1 % ВВП. Такий показник за міжнародними мірками є не надто високим, але кредитори побоюються наслідків дефолту, про можливе настання якого свідчать котирування CDS на рівні 2690 базових пунктів станом на 25.03.2015 р. Наприклад, на момент реструктуризації боргу Греції у березні 2012 року котирування CDS по грецьких облігаціях складали 2500 базових пунктів, тобто ці величини приблизно однакові.

У випадку настання дефолту за державним і гарантованим державою боргом Уряд втрачає доступ на міжнародні ринки капіталів протягом певного періоду часу. У цьому разі МВФ припиняє співпрацю із Урядом до врегулювання відносин із кредиторами. На сьогодні про наслідки такого кроку для України говорити не варто, і кредиторами, очевидно, ймовірність зниження номінальної суми боргу за державним і гарантованим державою боргом розглядається як не надто висока. Найбільш ймовірним є зниження номінальної суми боргу для підприємств державного сектору м. Києва, оскільки втрати підприємств, у випадку оголошення ними дефолту, будуть нижчими і це робить кредиторів більш поступливими. Адже чим більш чутливими є кредитори до тієї можливості, що їх активи можуть «зависнути» на невизначений час, тим більш конструктивною є їх поведінка.

2. Структура кредиторів. Власниками українських єврооблігацій є переважно хеджфонди, з якими важче вести переговори з огляду на те, що вони меншою мірою залежать від втрати ліквідності, аніж, наприклад, комерційні банки і на переговорах займають більш агресивну позицію. Найбільшим власником урядових та гарантованих урядом єврооблігацій є хеджфонд Franklin Templeton який має блокуючий пакет у 7 випусках єврооблігацій. В пресі були повідомлення, що даний хеджфонд є власником портфелю з суверенних боргових зобов'язань України на суму до 7 млрд дол. США. Однак, в оприлюдненій звітності Franklin Templeton, фігурує дещо менша сума – понад 4 млрд дол. США, тобто 21 % від усього обсягу заборгованості перед приватними кредиторами. У всякому разі, з низкою інших хеджфондів (PIMCO, Blackrock, Fidelity та Stone Harbor) Franklin Templeton контролює понад 50 % української заборгованості перед ринковими кредиторами.

До частини зовнішнього боргу України, запропонованого до реструктуризації, віднесено також ОЗДП 2013 року, власником яких є російський Фонд національного добробуту. У експертному середовищі цьому факту приділяється багато уваги, через те, що відмова росіян від реструктуризації ОЗДП 2013 року поставить під загрозу процес реструктуризації усього зовнішнього боргу. З цього приводу слід зазначити наступне. По-перше, рішення щодо прийняття чи відмови від реструктуризації приймається за кожним окремим кредитом чи випуском єврооблігацій. Тому, якщо росіяни не придбали у портфель інших випусків єврооблігацій, то вони можуть відмовитись лише від реструктуризації ОЗДП 2013 року на суму 3 млрд дол. США та гарантованих урядом України кредитів на суму 1,1 млрд дол. США. Рішення росіян щодо реструктуризації боргу напряду не впливає на процес реструктуризації зовнішнього боргу перед іншими кредиторами. По-друге, як вважає МВФ, Фонд національного добробуту Росії за організаційно-правовою формою є органом державного

управління, а тому зазначений борг по суті є офіційним і не повинен підпадати під реструктуризацію.

3. Обсяг заборгованості, за якою може відбутися дефолт. Чим більший обсяг фінансових ресурсів може зависнути на невизначений час, тим більший руйнівний ефект для кредиторів і в цілому для фінансової системи світу матиме така подія. Вигідна для уряду Греції реструктуризація 2012 року, коли їй вдалось зменшити майбутні виплати за прямими та гарантованими борговими зобов'язаннями на суму 173 млрд євро, серед іншого обумовлена і тим, що втрати, у випадку оголошення дефолту, для фінансової системи та Євросоюзу як політичного утворення були б набагато більшими ніж для Греції через відсутність доступу на міжнародні ринки капіталів. Ця ситуація подібна до проблеми в корпоративному секторі відомої під назвою «to big to fail» («занадто великими, щоб збанкрутіти»)³. В Україні такого козира немає, навпаки залежність від кредитів МВФ є критично важливою для виживання країни.

В зазначених умовах та із урахуванням грецького досвіду реструктуризації уряду можна запропонувати наступні заходи.

1. В переговорах щодо реструктуризації не концентруватись лише на пролонгації боргу і зниженні купону

Україна завжди своєчасно сплачувала за рахунками, і цей факт можна використовувати як додатковий аргумент на нашу користь під час переговорів з кредиторами. Уряд оголосив, що до чергового траншу МВФ наприкінці травня 2015 року переговори щодо реструктуризації повинні бути завершені. В будь-якому разі, для України ще є час до здійснення значних виплат з погашення боргових зобов'язань, які розпочнуться у вересні 2015 року (див. табл. 1), тому певне затягування із видачею чергового траншу МВФ буде добрим аргументом на переговорах із кредиторами.

³ <http://delo.ua/world/too-big-to-fail-gosudarstvo-ne-budet-spasat-bankrotov-uoll-str-217795/>

Реструктуризація, проведена за умови відкладеного траншу МВФ, може бути здійснена на умовах, більш вигідних для України.

2. Запропонувати кредиторам можливість негайного погашення деякої частини боргу, наприклад, до 10-15 % його номінальної суми. За цих умов, кредитори, як правило, більш охоче погоджуються на списання номінальної суми боргу. Проблема полягає в тому, щоб переконати МВФ у необхідності такого кроку і додатково збільшити програму фінансування на необхідну суму – до 3 млрд дол. США, або змінити цільове використання уже затверджених траншів, які мали бути спрямовані на поповнення золотовалютних резервів. Іншим видом заохочень для кредиторів могли б бути гарантії з боку уряду США, які б покривали всю або частину суми єврооблігацій випущених в процесі реструктуризації за прикладом «облігацій Брейді»⁴. Але для цього також потрібна добра воля США.

3. Здійснити операцію із зворотного викупу облігацій після проведення реструктуризації. Результат, якого найбільш вірогідно досягти, передбачає пролонгацію та зниження купону за державним і гарантованим державою боргом перед приватними кредиторами на 3 процентні пункти (крім ОЗДП 2014 року гарантованого урядом США). Це надасть змогу зменшити майбутні виплати на 2 млрд дол. США. Зниження номінальної суми боргу Укрзалізниці й м. Києва на 30 % зменшить майбутні виплати ще на 0,3 млрд дол. США. Отже в результаті реструктуризації обсяг майбутніх зовнішніх боргових зобов'язань суспільного сектору може бути зменшений щонайбільше на 2,5 млрд дол. США. Максимальний результат може бути досягнутий, якщо крім зниження купону та номінальної суми Укрзалізниці й м. Києва, вдасться також досягти зниження номінальної суми всього боргу приблизно на 25 %. Це надасть змогу у середньому та довгостроковому періоді зменшити обсяг боргу суспільного сектору на 3-10 % ВВП.

4

Однак, навіть після реструктуризації, рівень боргового навантаження буде все ще високим, а котирування єврооблігацій – низькими. При істотному зниженні ціни єврооблігацій, випущених в результаті реструктуризації, уряд України, за прикладом Греції також міг би здійснити їх зворотній викуп. Для цього відразу ж після реструктуризації варто розпочати консультації з МВФ про виділення коштів на ці цілі.

Синхронно із зазначеними діями щодо реструктуризації державного боргу України, в найближчий період необхідне здійснення й інших дій.

4. Посилення взаємодії України з іншими міжнародними фінансовими інститутами та урядами країн для формування потоку іноземних інвестицій, перезапуску економіки та збільшення доходів бюджету (вже в квітні – травні поточного року Міністерство фінансів України планує здійснити випуск єврооблігацій обсягом 1 млрд дол. США під державні гарантії США).

5. Активізація структурних реформ у секторі загальнодержавного управління, спрямованих на підвищення ефективності використання бюджетних коштів, переходу від пасивного залучення коштів на фінансування дефіциту бюджету до системного управління боргом. Запровадження в бюджетній сфері середньострокового бюджетного планування.

6. Посилення прозорості державних фінансів за рахунок введення паралельного обліку операцій та боргових зобов'язань установ, дефіциту бюджету за касовим методом та методом нарахувань для сектора загальнодержавного управління, законодавчого уточнення сутності видів та обліку квазіфіскальних операцій, що здійснюються в цьому секторі.

7. Вдосконалення механізму надання державних гарантій в Україні шляхом встановлення верхньої межі відповідальності Уряду при настанні гарантійного випадку та кількісних обмежень їх обсягу.

8. *Підвищення рівня координації у сфері боргової безпеки* між Урядом, Національним банком України, Міністерством фінансів України, Державною службою фінансового моніторингу України.

Відділ фінансової безпеки

(Л.П. Лондар)

№ 48, Серія «Економіка»

-
1. Про Стратегію сталого розвитку «Україна-2020»: указ Президента України від 12 січня 2015 року № 5/2015 // Урядовий кур'єр. – 2015. – № 6.
 2. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=392721
 3. Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>
 4. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
 5. Верховна Рада України [Електронний ресурс].- Режим доступу: www.rada.gov.ua
 6. Національний Банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44464
 7. Світовий Банк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/indicator/GC.XPN.INTP.CN>
 8. МВФ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>
 9. Укресімбанк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eximb.com/ukr/about/>
 10. Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf>
 11. EU, IMF agree \$147 billion bailout for Greece [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reuters.com/article/2010/05/02/us-eurozone-idUSTRE6400PJ20100502>
 12. Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis. 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3082&context=faculty_scholarship