

# МЕХАНІЗМИ КОРИГУВАННЯ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙСЬКОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ

## WAYS OF UKRAINIAN DEBT RESTRUCTURING UNDER CONDITIONS OF MILITARY AND ECONOMIC CRISIS

**Андрій ШКЛЯР,**  
кандидат економічних наук,  
Інститут економіки і прогнозування  
НАН України, Київ



**Andriy SHKLIAR,**  
PhD in Economics,  
Institute for Economics and Forecasting,  
Ukrainian NAS, Kyiv

### СТАН ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

У 2014 році фінансово-економічна система України зазнала значних випробувань: спершу тривалі політичні протести призвели до відставки президента та формування нового уряду, що відбулось на тлі анексії Криму Росією та сепаратистських рухів на сході країни, які згодом переросли у військове протистояння. У результаті гривня вже за перші 8 місяців 2014 року девальувала на 70% (з 7,99 до 13,61 грн./дол. США), падіння промислового виробництва у серпні 2014 року становило 21,4% [1] до серпня 2013 року, а державний борг України в гривневому еквіваленті за 8 місяців 2014 року зріс на 62% до 945,8 млрд. грн. (рис. 1) [2; 3].

Варто зазначити, що в доларовому вираженні державний борг навіть скоротився із січня по серпень 2014 року (з 73,1 до 69,5 млрд. дол. США), проте катастрофічна девальвація гривні призвела до зростання відношення державного боргу до ВВП із 40% до 64%<sup>1</sup> вже за результатами перших 8 місяців 2014 року (рис. 2).

Перевищення рівня 60% у співвідношенні державного боргу до ВВП згідно з Маастрихтськими критеріями вважається ознакою ризику для розвинутих країн, а для країн, що розвиваються, небезпечним є значно нижчий рівень – близько 30-35% ВВП<sup>2</sup> [5]. Ці висновки є досить справедливими для України, де напередодні дефолту та реструктуризації 1998 року коефіцієнт борг/ВВП був на рівні 30,5%, а напередодні звернення до МВФ по допомогу у 2009 році – майже 34,8%.

Структура державного боргу України протягом останніх 5 років зазнала лише незначних змін: вага внутрішнього державного боргу зросла на 10 п.п. (з 29% у 2009 до 39% у серпні 2014 року) за рахунок гарантованого зовнішнього держборгу (падіння ваги з 24% у 2009 до 14% у серпні 2014), тоді як частка зовнішнього державного боргу та гарантованого внутрішнього держборгу залишалась відносно стабільною на рівні 38-44% та 3-5% боргового портфелю країни відповідно (рис. 3). Таким чином, за результатами 5 років вага зовнішнього боргу змен-

шилась на 9 п.п. на користь внутрішнього (з 67% у 2009 до 58% у серпні 2014 року), що не змінює домінуючої ролі зовнішнього каналу запозичень.

### Саме зовнішня заборгованість для України як країни з локальною національною валютою несе найбільші ризики.

При валовому зовнішньому боргу на рівні 136,79 млрд. дол. США (на 1.07.2014) зовнішні державні валютні зобов'язання з урахуванням квазідержавного боргу<sup>3</sup> на початку II півріччя 2014 року становили майже 40,4 млрд. дол. США (рис. 4) [6]. За інструментом позики 2/3 зовнішніх державних валютних позик України здійснені у формі суверенних єврооблігаційних випусків та кредитних програм МВФ, тоді як менше третини припадає на єврооблігаційні запозичення квазісуверенних позичальників (державних компаній та муніципалітетів).

Графік погашення вищезазначених валютних зобов'язань та процентних платежів за ними є досить нерівномірним. Протягом 2014-2015 років виплати є надзвичайно інтенсивними, тоді як після 2019 обсяги виплат мінімальні (рис. 5). У 2014 році основні виплати (майже 4 млрд. дол. США) прямуватимуть до МВФ попри нову затверджену у квітні дворічну програму стенд-бай обсягом 17 млрд. дол. США.

У 2015 році близько 5,5 млрд. дол. США становитимуть погашення та купонні платежі за суверенними єврооблігаціями, причому лівова частка з них стосуватиметься погашення «російських» єврооблігацій обсягом 3 млрд. дол. США, розміщених напередодні втечі Януковича. Іншим великим утримувачем українського зовнішнього боргу є американська компанія Franklin Templeton, що наростила портфель українських євробондів до 6 млрд. дол. США, отримавши таким чином контроль над більш ніж третиною пропозиції суверенних єврооблігацій України [7].

З урахуванням складної політичної ситуації, а також динаміки показників платіжного балансу (див. табл.) та золотовалютних резервів (падіння із серпня 2011 року по серпень 2014 в 2,4 раа, або на 22,3 млрд. дол. США – як видно на рис. 6), очевидною є загроза дефолту та необхідність залучення донорів [8] до розробки інструментів перегляду й коригування боргового навантаження на українську фінансово-економічну систему.

*Військові дії у східних областях за збереження територіальної цілісності України загострили суттєві структурні проблеми української економіки, поглибивши їх втратами інфраструктури та обсягів промислового виробництва. Значні обсяги державного боргу, падіння курсу національної грошової одиниці та вимушений перерозподіл бюджетних коштів на користь військових статей зумовлює потребу у пошуку зовнішніх джерел фінансування для українського уряду. Основним завданням для влади в таких умовах стає розробка механізму скорочення обсягів виплат за державним зовнішнім боргом у короткостроковому періоді та перегляд графіку виплат за зовнішнім боргом з метою згладжування пікових періодів.*

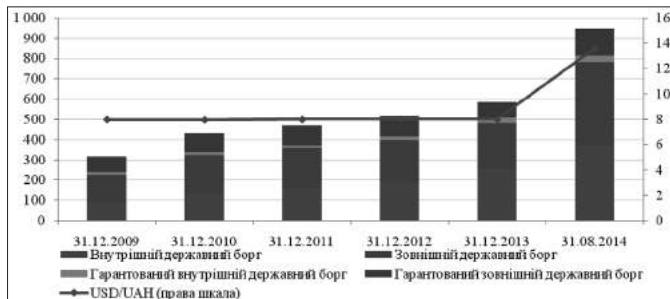
*Significant structural problems of the Ukrainian economy were strongly deepened by military conflict in Eastern Ukraine that led to painful infrastructure losses and industrial production decline. Ukrainian government is forced to look for new external sources of financing feeling pressure of significant public debt, rapid devaluation of the national currency and need to redistribute budget for military purposes. As result, the government has to focus on development of mechanisms to reduce external debt payments in the short run, and revise the debt payments schedule to eliminate the stress of peak periods.*

<sup>1</sup> Згідно з дослідженням Кармен Рейнхарт і Кеннета Рогоффа, які проаналізували всі дефолти країн із середнім рівнем доходів за 1970-2008 роки, більше половини криз неплатежів за держборгом припало на ті країни, де співвідношення борг/ВВП не досягало 60%. Небезпечним «бар'єром» автори вони вважають показник зовнішнього боргу на рівні 30-35% від ВВП.

<sup>2</sup> Зовнішнім квазідержавним боргом ми вважаємо муніципальні єврооблігації, корпоративні єврооблігації державних компаній, ОВДП з валютною індексацією та валютні ОВДП.

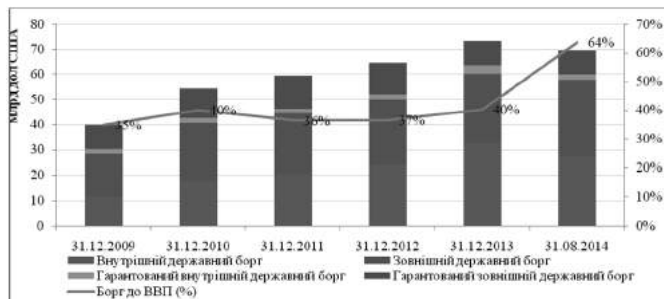
<sup>3</sup> Зовнішнім квазідержавним боргом ми вважаємо муніципальні єврооблігації, корпоративні єврооблігації державних компаній, ОВДП з валютною індексацією та валютні ОВДП.

Рис. 1. Динаміка державного боргу України та курсу USD/UAH



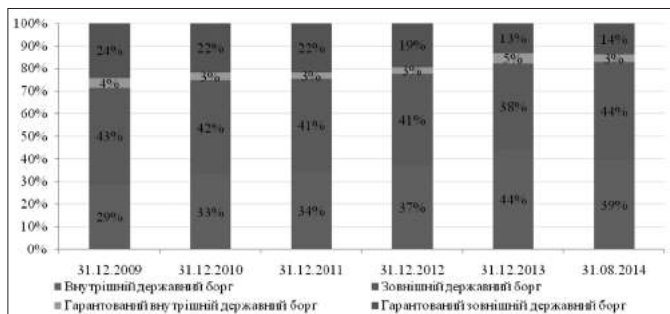
Джерело: Міністерство фінансів України, Національний банк України.

Рис. 2. Динаміка державного боргу України до ВВП



Джерело: Міністерство фінансів України, Державна служба статистики.

Рис. 3. Структура державного боргу України



Джерело: Міністерство фінансів України

Рис. 4. Зовнішні державні валютні зобов'язання України (млрд. дол. США)



Джерело: ІСУ.

Рис. 5. Обсяги виплат державних валютних зобов'язань за типом платежу (млрд. дол. США)



Джерело: ІСУ.

**МЕХАНІЗМИ КОРИГУВАННЯ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ НА КРАЇНУ**

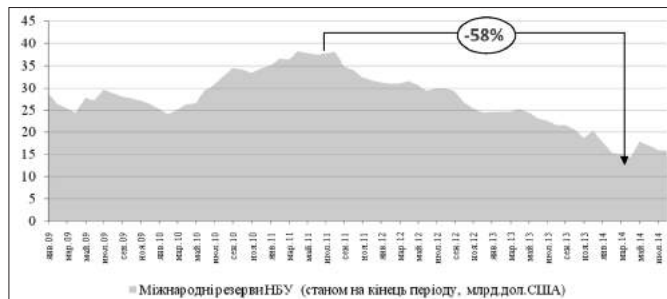
В умовах, коли країна втрачає спроможність обслуговувати власні запозичення, вона оголошує дефолт, що, з одного боку, закриває цій країні на тривалий час доступ до міжнародних ринків капіталу, а з другого боку, дає можливість «перезавантажити» власну фінансову систему шляхом реструктуризації або списання частини боргу.

**Дефолт**

Залежно від того, наскільки продуктивно відбувається діалог між кредиторами та країною-боржником, дефолт може настати де-факто (через відмову або відхилення від графіку обслуговування боргу) або бути «замаскованим» шляхом реструктуризації (через перенесення термінів виплат, списання частини боргу або суміщення обох дій). За даними Рейнхарт та Рогофф, з 1800 року відбулось близько 240 дефолтів за зовнішніми зобов'язаннями, причому деякі країни (наприклад, Греція, Гондурас, Еквадор тощо) провели в стані дефолту більше половини часу з 1800 року або відліком з моменту своєї незалежності [5].

Проте найбільші дефолти сталися протягом декількох останніх десятиліть. Так, реструктуризація грецького боргу

Рис. 6. Динаміка міжнародних резервів НБУ



Джерело: Національний банк України.

на 273 млрд. дол. США у 2012 році була визнана рейтинговими агентствами дефолтом, що дало змогу покупцям CDS на грецький ризик отримати виплати. Другим за розміром в історії є дефолт Аргентини на 95 млрд. дол. у 2001 році, а на третьому місці – дефолт Росії в 1998 році на 39 млрд. дол. [9] Проте у «післядефолтному» відновленні лише Росія була успішна, коли на тлі зростання цін на нафту зуміла відновити інвестиційний суверенний рейтинг вже через 5 років після неплатоспроможності.

В Аргентині ситуація розвивалась менш обнадійливо: доступ на фінансові ринки для країни був закритий майже 10 років, її кредитувала лише Венесуела. Попри відсутність наслідків кризи 2007-2009 років через «неінтегрованість» до світової фінансової системи економіка Аргентини знаходиться в рецесії, а інфляція тут одна з найбільших у світі – на рівні 40% [10].

Основна проблема післядефолтного відновлення полягає у значному ризику потрапляння до спіралі серійного дефолту, коли в процесі реструктуризації та/або часткового списання боргу інвестори вимагають премію за ризик у вигляді вищої ставки процента. Це створює додатковий тиск на платоспроможність країни, змушуючи її забезпечувати вищі темпи

Таблиця. Ключові макроекономічні показники України

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Експорт (млрд. дол. США)	41,3	44,4	50,2	64,0	85,6	54,3	69,3	88,8	90,0	85,3
Імпорт (млрд. дол. США)	36,6	43,7	53,3	72,2	100,0	56,2	73,2	99,0	104,4	100,8
Торговий баланс (млрд. дол. США)	5,0	0,7	-3,1	-8,2	-14,4	-2,0	-4,0	-10,2	-14,3	-15,5
Торговий баланс (% ВВП)	7,7	0,8	-2,8	-5,7	-7,8	-1,7	-2,9	-6,2	-8,2	-8,7
Поточний рахунок (млрд. дол. США)	6,9	2,5	-1,6	-5,3	-12,8	-1,7	-3,0	-10,2	-14,3	-16,4
Поточний рахунок (% ВВП)	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-6,9	-1,5	-2,2	-6,3	-8,2	-9,2
Чисті ПІІ (млрд. дол. США)	1,7	7,5	5,7	9,2	9,9	4,7	5,8	7,0	6,8	4,1
Чисті ПІІ (% ВВП)	2,6	8,7	5,3	6,4	5,4	4,1	4,2	4,3	3,9	2,3
Зовнішній борг (млрд. дол. США)*	30,6	39,6	54,5	80,0	101,7	103,4	117,3	126,2	135,1	142,2
Зовнішній борг (% ВВП)*	47,2	45,6	50,4	55,8	55,3	90,9	86,1	77,4	77,4	79,7
Золотовалютні резерви (млрд. дол. США)*	9,5	19,4	22,3	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4
Золотовалютні резерви (% ВВП)*	14,7	22,3	20,6	22,6	17,2	23,3	25,4	19,5	14,1	11,4
Зовнішній борг / ЗВР *	3,2	2,0	2,4	2,5	3,2	3,9	3,4	4,0	5,5	7,0
ЗВР в місяцях імпорту	3,8	6,4	6,1	6,4	4,5	7,1	6,8	4,5	3,3	2,4

Примітка: \* - на кінець періоду.

Джерело: Національний банк України, Міністерство фінансів України, Державна служба статистики, ІСУ.

економічного зростання порівняно з переддефолтним станом або ж залучати нові позики для обслуговування поточних, що лише відтермінує новий стан дефолту за зобов'язаннями.

У регіональному розрізі дефолт також вплине на країни торговельних партнерів неплатоспроможного позичальника або країни з ідентичним рівнем рейтингів/економічного розвитку. Шок пошириться як економічними каналами, так і через зростання премії за ризик і падіння котирувань акцій компаній, що пов'язані з позичальником значними обсягами прямих інвестицій та банківських кредитів [11].

Основний аргумент проти оголошення дефолту полягає в тому, що практично не існує такого випуску облігацій, непогашення якого саме по собі перекривало б іміджово-довірительні втрати країни від оголошення дефолту. Втрати від дефолту є величезними, а оголошення дефолту прийнятне лише тоді, коли виплати за облігаціями є абсолютно неможливими [12].

### Реструктуризація боргу

Окремим надважливим питанням є масштаб та умови реструктуризації по можливості до оголошення дефолту.

По-перше, **необхідна однотайність**. Пропонуючи кредиторам певний варіант реструктуризації (продлонгації термінів оплати або підвищення ставки дохідності), необхідно зважати на юридичні ризики, що можуть заблокувати процес досягнення домовленостей. Так, Standard & Poor's (S&P) у 2014 році знизив суверенний рейтинг Аргентини до SD («вибірковий дефолт») на тлі безрезультативних перемовин з хедж-фондом Elliott Management, що разом з групою інвесторів володіє близько 7,5% боргу Аргентини, за яким було оголошено дефолт у 2001 році. Інвестори не погоджувалися з умовами реструктуризації, що була проведена у 2001 році, старі облігації були замінені на новий випуск із дисконтом з розрахунку 33 цента за 1 дол. США з терміном погашення в 2033 році. У результаті американський суд задовольнив позов інвесторів і заборонив Аргентині обслуговувати інший борг, допоки не розрахується з групою фондів. Проте це у свою чергу може викликати хвилю ідентичних вимог від інших інвесторів, що спричинить новий дефолт країни [9].

Таким чином, важливою також є юрисдикція реєстрації позичкових інструментів, що багато в чому впливатиме на розгляд можливих протиріч у разі відхилення від графіку платежів позичальником. Так, український зовнішній борг переважно випущений на умовах міжнародного права (рис. 7).

По-друге, **узгоджена вибірковість реструктуризації**. Реструктуризація не може бути дискримінаційною, тобто не може застосовуватися до одного або декількох випусків єврооблігацій, тоді як щодо інших ітимуть виплати. Причому

Рис. 7. Юрисдикція українського зовнішнього боргу за обсягами платежів (млрд. дол. США)



Примітка: зовнішнім боргом під національною юрисдикцією є ОВДП, що індексовані або номіновані в іноземній валюті.

Джерело: ІСУ.

в уряді мають бути вагомі аргументи того, чому реструктуризація торкається тільки зовнішнього боргу, а внутрішній борг виплачується повністю.

### Списання боргу

Парижський клуб кредиторів за роки свого існування (з 1956 року) уклав 440 угод про списання боргів з різними країнами-боржниками. Наприклад, Польщі в 1991 році було списано 50% боргів – для полегшення переходу країни до ринкової економіки, а під тиском МВФ та ЄС приватні інвестори грецьких єврооблігацій погодились на списання 85% боргу для уникнення повного дефолту та відкриття пільгових програм фінансової підтримки грецького уряду, що покликані відновити платоспроможність країни до 2020 року [14; 15].

Списання боргу є зазвичай чи не єдиним варіантом «очищення» балансу та уникнення потрапляння до спіралі серійного дефолту, проте загалом **повне списання боргів використовується часто для досягнення політичних цілей або в обмін на преференції для бізнесу країн-кредиторів**.

### ВИСНОВКИ

Виходячи зі світового досвіду, Україні не варто розраховувати на списання зовнішніх боргів кредиторами, а побічні втрати України від оголошення дефолту за зовнішніми зобов'язаннями очевидно будуть суттєво більшими за вигоди від перенесення платежів. У таких умовах єдиним цивілізованим шляхом виходу із ситуації є розробка механізму скорочення обсягів виплат за державним зовнішнім боргом на 2014-2015 роки через реструктуризацію єврооблігаційних випусків та/або зміну термінів погашення кредитів МВФ. Найоптимальнішим варіантом є узгодження з кредиторами міні існуючих боргів на спеціальні випуски державних цінних паперів з термінами

погашення починаючи з 2019 року, коли Україна не буде обтяжена значними зовнішніми зобов'язаннями. Важливим фактором є збереження адекватної доходності за новим боргом, що нівелюватиме ризик потрапляння державних фінансів до боргової спіралі, коли в умовах низького економічного зростання нові борги будуть необхідні для покриття відсоткових платежів за попередніми зобов'язаннями.

### ЛІТЕРАТУРА

1. Державна служба статистики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
2. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=403128&cat\\_id=392721](http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=403128&cat_id=392721).
3. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71174>.
4. У серпні борг України перетнув позначку 60% ВВП / Ціна держави [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://costua.com/news/86-government-debt>.
5. Кармен М. Рейнхарт, Кеннет С. Рогофф. На этот раз все будет иначе. – КарьераПресс, 2012. – 472 с.
6. Valchyshen A. Ukraine to Kremlin: Back off [Електронний ресурс] / A. Valchyshen // ICU Quarterly Report. – July 2014. – Доступний з : <http://www.icu.ua/download/572/ICUQtlyReport-20140730-print.pdf>.
7. Bloomberg: Franklin Templeton володіє 40% державних боргових паперів України [Електронний ресурс] / Еспресо ТВ. – Доступний з : [http://espreso.tv/new/2013/12/05/bloomberg\\_franklin\\_templeton\\_volodiye\\_40\\_derzhavnykh\\_borhoviykh\\_paperyv\\_ukrayiny](http://espreso.tv/new/2013/12/05/bloomberg_franklin_templeton_volodiye_40_derzhavnykh_borhoviykh_paperyv_ukrayiny).
8. Gelpern A. Debt Sanctions Can Help Ukraine and Fill a Gap in the International Financial System [Електронний ресурс] / Peterson Institute for International Economics – Number P В 14-20. – August 2014. – Доступний з : <http://www.piie.com/publications/pb/pb14-20.pdf>.
9. Правительство Аргентины оказалось в ситуации дефолта [Електронний ресурс] / Дзеркало тижня. – Доступний з : [http://zn.ua/WORLD/pravitelstvo-argentyiny-obyavilo-defolt-149955\\_.html](http://zn.ua/WORLD/pravitelstvo-argentyiny-obyavilo-defolt-149955_.html).
10. S & P объявила о дефолте Аргентины; страна это решение не признает [Електронний ресурс] / Дзеркало тижня. – Доступний з : <http://www.vedomosti.ru/finance/news/29674641/argentina-ne-dogovorilas-s-kreditorami-no-ne-schitaet>.
11. Хрупкая пятёрка: почему валюты развивающихся стран падают [Електронний ресурс] / ForbesRU. – Доступний з : <http://www.forbes.ru/finansy/rynki/250434-khrupkaya-pyaterka-pochemu-valyuty-razvivayushchikhsya-stran-padayut>.

12. Ukraine, war and sovereign default [Електронний ресурс] / Financial times. – Доступний з : <http://ftlphaville.ft.com/2014/08/15/1931902/ukraine-war-and-sovereign-default>.

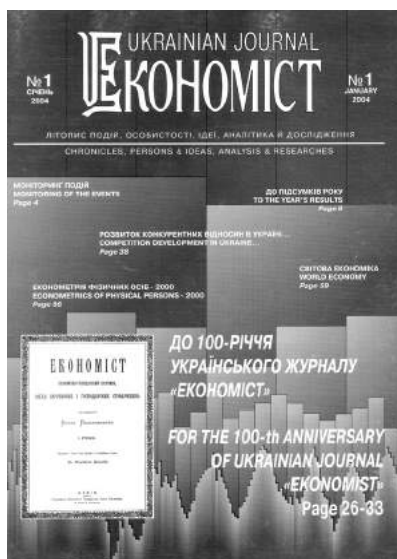
13. «План Маршалла»: кто и как поможет Украине выйти из кризиса [Електронний ресурс] / УНІАН. – Доступний з : <http://economics.unian.net/finance/892442-plan-marshalla-kto-i-kak-pomojet-ukraine-vyiiti-iz-krizisa.html>.

14. Греция договорилась о реструктуризации долга [Електронний ресурс] / Коммерсантъ. – Доступний з : <http://www.kommersant.ru/doc/1889945>.

### REFERENCES

1. State Statistics Service. Available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> [in Ukrainian].
2. The Ministry of Finance of Ukraine. Available at: [http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=403128&cat\\_id=392721](http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=403128&cat_id=392721) [in Ukrainian].
3. The National Bank of Ukraine. Available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71174> [in Ukrainian].
4. In August, Ukraine's debt has crossed the mark of 60% GDP. Available at: <http://costua.com/news/86-government-debt> [in Ukrainian].
5. Karmen M. Reinhart, Kennet S. Rogoff. Na etot raz vse budet inache [This time things will be different]. KarieraPress, 2012, 472 p. [in Russian].
6. Valchyshen A. Ukraine to Kremlin: Back off. ICU Quarterly Report, July 2014. Available at: <http://www.icu.ua/download/572/ICUQtlyReport-20140730-print.pdf>.
7. Bloomberg: Franklin Templeton owns 40% of public debt securities of Ukraine. Espresso TV. Available at: [http://espreso.tv/new/2013/12/05/bloomberg\\_franklin\\_templeton\\_volodiye\\_40\\_derzhavnykh\\_borhoviykh\\_paperyv\\_ukrayiny](http://espreso.tv/new/2013/12/05/bloomberg_franklin_templeton_volodiye_40_derzhavnykh_borhoviykh_paperyv_ukrayiny) [in Ukrainian].
8. Gelpern A. Debt Sanctions Can Help Ukraine and Fill a Gap in the International Financial System. Peterson Institute for International Economics, August 2014. Available at: <http://www.piie.com/publications/pb/pb14-20.pdf>.
9. The Government of Argentina was in a situation of default. Dzerkalo tizhnya. Available at: [http://zn.ua/WORLD/pravitelstvo-argentyiny-obyavilo-defolt-149955\\_.html](http://zn.ua/WORLD/pravitelstvo-argentyiny-obyavilo-defolt-149955_.html) [in Russian].
10. S & P announced that Argentina defaulted; country does not recognize this decision. Dzerkalotizhnya. Available at: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/29674641/argentina-ne-dogovorilas-s-kreditorami-no-ne-schitaet> [in Russian].
11. Fragile Five: why emerging-market currencies are falling? ForbesRU. Available at: <http://www.forbes.ru/finansy/rynki/250434-khrupkaya-pyaterka-pochemu-valyuty-razvivayushchikhsya-stran-padayut> [in Russian].
12. Ukraine, war and sovereign default. Financial times. Available at: <http://ftlphaville.ft.com/2014/08/15/1931902/ukraine-war-and-sovereign-default>.
13. "Marshall Plan": who and how can help Ukraine out of the crisis? UNIAN. Available at: <http://economics.unian.net/finance/892442-plan-marshalla-kto-i-kak-pomojet-ukraine-vyiiti-iz-krizisa.html> [in Russian].
14. Greece has agreed to restructure debt. Kommersant. Available at: <http://www.kommersant.ru/doc/1889945> [in Russian].

## 117 років! 1897 – від ідеї журналу до сьогодні – 2014



## 110 років! 1904 – 1914 – як щомісячний журнал – 1997 – 2014