

Текущая экономическая ситуация в Украине характеризуется угрожающим ростом долговой нагрузки, что выступает одним из базовых факторов торможения развития экономики страны. Основными причинами роста объема государственного долга в 2014 году и в начале 2015 года стали следующие:

- беспрецедентный политический кризис, аннексия АР Крым и длительный военный конфликт на востоке страны;
- глубокая экономическая рецессия, вызванная перегруппировкой экономических связей с международными партнерами, а также разрушением инфраструктуры и промышленных объектов на части территории страны;
- финансирование за счет государственных заимствований дефицита государственного бюджета, рост которого обусловлен в значительной степени увеличением расходов на оборону и обслуживание государственного долга;
- необходимость мощной государственной поддержки государственных предприятий и банков, в частности НАК «Нафтогаз Украины».

В связи с этим, аналитический департамент НРА «Рюрик» принял решение провести исследование текущего состояния и истории формирования государственного долга и оценить его влияние на финансовые рынки Украины.

Общий объем государственного долга Украины сохраняет тенденцию к росту в течение исследуемого периода. В течение последних 5 лет совокупный объем государственного долга вырос более чем в три раза до 1 424,13 млрд. грн. (67,66 млрд. долл. США в эквиваленте).

В то же время, с начала 2015 года состоялось некоторое уменьшение общего объема госдолга, приведенного в эквиваленте иностранной валюты. Действительно, если по показателям 01.01.2015 г. совокупный объем задолженности Украины перед внутренними и внешними кредиторами составлял 69,81 млрд. долл. США, то по состоянию на 01.06.2015 г. – уже 67,66 млрд. долл. США.

Однако такую динамику показателя некорректно будет объяснить удачной кредитной политикой правительства. Важно обратить внимание на то, что показатели по состоянию на 01.01.2015 г. подавались Министерством финансов с учетом курса национальной валюты на уровне 7,993 грн. / долл. США. Если пересчитать показатели внутреннего долга по состоянию на 01.01.2015 г. по курсу 21,048 грн./долл. США (актуальному на 01.06.2015 г.), его объем по состоянию на указанную дату будет отвечать уже не 31,0 млрд. долл. США. в эквиваленте, а 23,23 млрд. долл. США, что на 913,57 млн. долл. США меньше показателя, отраженного в отчете Минфина на 01.06.2015 г.

В течение первых месяцев 2015 года происходила мощная девальвация национальной валюты, и пересчет показателей по новому официальному курсу (21,048 грн./долл. США по состоянию на 01.06.2015 г.) показал соответствующее уменьшение общего объема внутреннего государственного долга, приведенного в эквиваленте иностранной валюты, – до 24,14 млрд. долл. США (-6,86 млрд. долл. США). Вместе с тем, объем внутреннего долга, номинированного в

национальной валюте, за этот период только увеличивался – до 508,15 млрд. грн. (+19,27 млрд. грн.).

Показатели внешнего государственного долга за этот же период также показали рост – на 12% до 43,52 млрд. долл. США.

Причиной резкого снижения курса гривны стал отказ НБУ от использования индикативного курса на валютном рынке и прекращение ежедневных индикативных валютных аукционов, которые помогали абсорбировать неудовлетворенный спрос, с целью обеспечения единого курса на уровне рыночного, согласно официальным заявлениям руководства Центробанка. В этих условиях НБУ вынужден был вернуться к административным мерам урегулирования ситуации на рынке, что впоследствии повлекло некоторое укрепление курса гривны. В то же время, дополнительное давление на курс национальной валюты оказала практика предоставления Национальным банком кредитов рефинансирования в гривне, которая может быть охарактеризована как лишь относительно взвешенная и непрозрачная, а также недостаточный контроль направлений использования коммерческими банками таких кредитов.

Девальвация национальной валюты также позволяет правительству рассчитывать по внутренним долгам, дешеветь вместе со снижением курсу гривны, меньше объемам валютных ресурсов, в частности, полученных от международных финансовых организаций.

В структуре государственного и гарантированного государством долга по группам кредиторов наибольшая доля принадлежит владельцам государственных ценных бумаг на внутреннем рынке (35,1%). В качестве кредиторов страны выступают также некоторые украинские финансовые учреждения, в частности НБУ, Укрэксимбанк, Ощадбанк и Укргазбанк. Отметим, что именно крупные государственные банки являются фактически единственными покупателями ОВГЗ на внутреннем рынке, ведь другие коммерческие банки имеют возможность приобретать валюту в объеме не более 0,1% объема регулятивного капитала за день. В то же время НБУ является владельцем около 80% выпущенных ОВГЗ, поэтому его реальная доля в структуре внутренних кредиторов государства значительно больше.

Доля владельцев государственных ценных бумаг на внешнем рынке в общей структуре госдолга соответствует 29,6% и отражает задолженность по ОВГЗ 2005–2015 гг. На общую сумму 383,16 млрд. грн. (18,28 млрд. долл. США в эквиваленте). Совокупная доля МФО в общем объеме госдолга соответствует 28,2% и составляет 269,03 млрд. грн. (12,78 млрд. долл. США в эквиваленте).

В структуре украинского госдолга в разрезе валют погашения по состоянию на 01.06.2015 г. наибольшей составляющей является долг, номинированный в долл. США – 45,21% (30,60% по состоянию на 01.06.2011 г.). Значительна доля национальной валюты – 31,53% (36,15% по состоянию на 01.06.2011 г.) и СДР (специальные права заимствования МВФ) – 17,18% (29,25% по состоянию на 01.06.2011 г.).

Рост удельного веса государственного долга, номинированного в иностранной валюте, означает

увеличение расходов правительства по обслуживанию собственных долговых обязательств, которые также будут номинированы в инвалюте. Для украинских финансовых рынков это отразится в еще большем сокращении валютного предложения и дальнейшей девальвации гривны. Это обстоятельство является одним из оснований для проведения реструктуризации задолженности страны перед внешними частными кредиторами.

27.08.2015 г. было заключено соглашение между Минфином и комитетом внешних частных кредиторов по поводу реструктуризации части внешнего государственного долга Украины. По предварительным данным, некоторые его положения будут оказывать определенное давление на восходящие тенденции в украинской экономике. Так, если темпы роста экономики превысят 3% в год, кредиторы получают 15% стоимости этого процента роста ВВП. Если темп роста экономики превысит 4% в год, кредиторы получают 40% стоимости от каждого процента такого роста. Важно, что указанные положения вступают в силу только начиная с 2021 года, предоставляя стране 7 лет на восстановление позитивных тенденций в экономике, и будут действовать в течение 20 последующих лет.

В 2014 году на обслуживание и погашение государственного долга было израсходовано 125,5 млрд. грн., что соответствует 8% ВВП по результатам года. Все выплаты были осуществлены в срок и в полном объеме. В 2014 году соотношение объема валового внешнего долга к ВВП страны составило 96%.

Согласно прогнозам МВФ, соотношение валового внешнего долга к ВВП достигнет пикового значения в 2015 году, после чего должно будет показать нисходящую динамику. По предварительным данным, на дату написания отчета, совокупный объем государственного долга уже превысил 100% от ВВП. Напомним, одним из положений соглашения украинского правительства с МВФ является достижение соотношения объема государственного долга на уровне 70% от ВВП в 2020 году.

Международное рейтинговое агентство *Standard & Poors* прогнозирует возобновление экономического роста Украины на 2% в 2016 году и на 3–4% в течение 2017–2018 годов. Сейчас трудно прогнозировать, сколько времени понадобится для восстановления экономики Украины хотя бы на докризисном уровне 2013 года. Только по официальным показателям, по результатам 2014 года объем номинального ВВП страны сократился более чем за 28%.

Учитывая объективное сокращение экспорта, а также трехкратную девальвацию национальной валюты, что соответствующим образом относительно уменьшило стоимость части ВВП, выраженной внутренним потреблением, можно говорить о реальном падении ВВП примерно в половину только за один год.

По данным Госкомстата, за I кв. 2015 года объем ВВП сократился на 17,2%, а за IV кв. – на 14,7% по сравнению с показателями за аналогичный период предыдущего года. Даже если удастся добиться роста экономики на уровне 5–6%, что является высоким показателем для стран с сопоставимым уровнем развития экономики, для восстановления докризисных позиций может потребоваться

более десяти лет, особенно учитывая продолжение военных действий, угрозу их эскалации и относительную эффективность реформаторской политики правительства.

В целом, по итогам 2014 года Украина получила 9 млрд. долл. США от иностранных кредиторов. При этом по долговому обязательству в течение года было выплачено 14 млрд. долл. США. Ожидается, что в 2015 году объем долговых платежей составит около 11 млрд. долл. США.

Невысокий уровень финансовой устойчивости государства, мощные кризисные явления в экономике и принятие мер по реструктуризации части государственного долга соответствующим образом отражаются на динамике суверенного кредитного рейтинга Украины. Международные рейтинговые агентства отреагировали на заключение соглашения по реструктуризации части внешнего долга Украины очередным снижением уровня рейтингов.

По нашему мнению, после завершения реализации процедуры обмена облигаций внешнего государственного займа, стоит ожидать снижения суверенного рейтинга Украины в иностранной валюте до дефолтных уровней, ведь заключение Минфином соглашения по реструктуризации части внешнего долга, которая предусматривает уменьшение объема выгоды кредиторов, согласно установившейся международной практике может считаться случаем технического дефолта.

Подготовлено аналитическим департаментом НРА «Рюрик» на основе официальных данных Национального банка Украины (режим доступа: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)), НКЦБФР (режим доступа: <http://www.ssmc.gov.ua>), министерства финансов Украины (режим доступа: <http://www.minfin.gov.ua>), Государственного комитета статистики Украины (режим доступа: <http://www.ukrstat.gov.ua>).

Полная версия аналитического обзора банковской системы Украины размещена в свободном доступе на официальном сайте Агентства ([www.rurik.com.ua](http://www.rurik.com.ua)).

**Ответственный за выпуск:**

Директор по развитию НРА «Рюрик»,  
к.э.н., Долинский Леонид Борисович, тел. (044) 383-04-76;

**Ответственный аналитик:**

Старший финансовый аналитик НРА «Рюрик»,  
Ярош Станислава Сергеевна, тел. (044) 489-87-49/33 (вн. 703)