

*Исследования и анализ  
Studies & Analyses*

---

*Центр социально-  
экономических исследований*



*Center for Social  
and Economic Research*

***191***

---

**Роберт Брудзыньски, Павел Ковалёв**

**Государственный долг Украины  
и возможности его обслуживания  
в 1999-2000 годах**

*Варшава, ноябрь 1999 г.*

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Данная работа подготовлена в рамках проекта «Программа макроэкономической политики на Украине», финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID).

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 1999 г.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

ISBN 83-7178-189-X

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33

факс: (48-22) 828-60-69

e-mail: [case@case.com.pl](mailto:case@case.com.pl)

Internet: [www.case.com.pl](http://www.case.com.pl)

## **Содержание**

Аннотация	5
Введение	6
1. Нарастание долга	7
2. Обслуживание государственного долга Украины в 1995-1999 годах	22
3. Сценарий обслуживания государственного долга Украины в 2000 году	24
4. Возможности выхода из долговой ловушки	28

### **Роберт Брудзыньски**

*В 1997 г. окончил экономический факультет Варшавского университета. Младший научный сотрудник CASE – Центра социально-экономических исследований, Варшава. С января 1998 г. до начала 1999 г. работал в Бишкеке как младший консультант в рамках проекта CASE «Поддержка экономической трансформации в странах бывшего СССР», занимаясь вопросами инвестиционного климата, фискальной политики и внешней торговли. С апреля 1999 г. работает консультантом «Проекта макроэкономической политики на Украине», осуществляемого CASE.*

### **Павел Ковалёв**

*Окончил Национальный технический университет Украины («Киевский политехнический институт») по специальностям математика и экономика, работает младшим научным сотрудником в CASE — Центре социально-экономических исследований.*

### **Аннотация**

В данной публикации авторы описывают составные части государственного долга Украины. В первую очередь рассматривается величина долга, который фактически обслуживается в настоящее время, а также процесс его нарастания. Следующие главы посвящены расходам по его обслуживанию; авторы стараются представить реальные возможности их покрытия за счет бюджетных средств и последствия, вытекающие из этого.

## Введение<sup>1</sup>

Довольно трудно определить все обязательства государства, которые составляют долг Украины. На Украине не существует закона о государственном долге, определяющем как порядок учета задолженности, так и принципы обслуживания и погашения долгов. Согласно различным оценкам, сумма долга колеблется от 57% ВВП (согласно данным Министерства финансов)<sup>2</sup> до 174% ВВП (Счетная палата)<sup>3</sup>. Одновременно следует отметить, что обе эти суммы, несмотря на их огромную разницу, не являются окончательными пределами реальной величины долга. Прежде всего это связано с двумя факторами. Во-первых, могут обнаружиться довольно крупные обязательства государства, которые до сих пор не учитывались (например, реструктуризация денежных сбережений населения). Приближающиеся выборы президента страны еще больше увеличивают риск раздачи обещаний, выполнение которых отразится на росте непредусмотренных ранее расходов и, как следствие, величины долга. Кроме того, уже сейчас существует практика конвертации частного внешнего долга некоторых поддерживаемых государством предприятий (прежде всего, это долг перед Россией за энергоносители) в государственный долг. Существование такой «помощи» отражает политику мягких бюджетных ограничений, которая способна привести к неограниченному росту государственного долга. Во-вторых, при фактической неплатежеспособности государства часть обязательств подлежит принудительной реструктуризации на условиях, которые трудно предусмотреть заранее, но они могут резко изменить фактическую величину обязательств государства и расходов по их обслуживанию.

В соответствии с определением государственного долга, принятым Международным валютным фондом (МВФ), к нему относятся только признанные прямые обязательства правительства, характеризующиеся определенной процентной ставкой и сроками погашения. Если это определение применить по отноше-

---

<sup>1</sup> Авторы хотели бы выразить признательность Дане Кику и Максиму Бланку, которые очень помогли нам в проведении расчетов и высказали ценные замечания.

<sup>2</sup> В соответствии с данными Министерства финансов, эта сумма состоит из внутреннего долга величиной 13,6 млрд. грн. и внешнего долга в 55,2 млрд. грн.

<sup>3</sup> Счетная палата принимает также во внимание задержки в выплате пенсий по старости и инвалидности (2,8 млрд. грн.), списанный долг Национальному банку (7,7 млрд. грн.) и реструктурированные сбережения населения (132 млрд. грн.).

нию к Украине дословно, то мы потеряем из поля зрения огромные обязательства, не имеющие этих параметров, и которые, с нашей точки зрения, следовало бы включить в состав государственного долга.

Наша работа организована таким образом, что в первую очередь мы рассматриваем величину долга, который фактически обслуживается в настоящее время, а также процесс его нарастания. В последующих главах мы рассматриваем расходы по его обслуживанию и стараемся представить реальные возможности их покрытия за счет бюджетных средств и последствия, вытекающие из этого.

## **1. Нарастание долга**

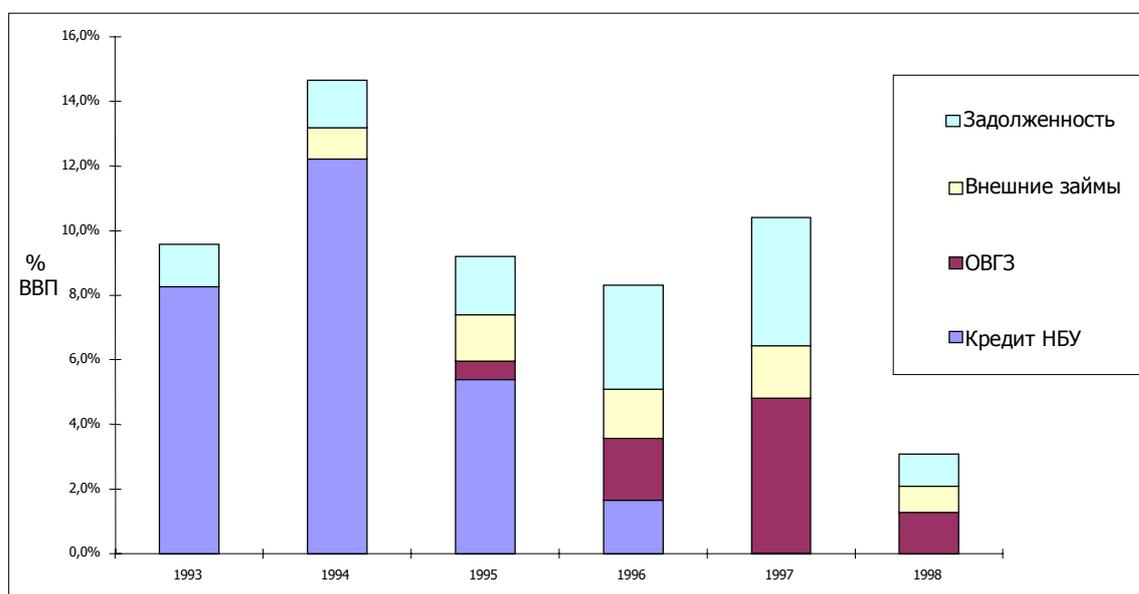
С момента получения независимости в 1991 году Украина постоянно борется с хроническим несоответствием размера бюджетных расходов по сравнению с уровнем доходов. Развал СССР проявился, прежде всего, в полнейшем экономическом крахе командно-административной системы управления экономикой. В результате этого, а также вследствие получения независимости бывшими республиками, разрушилась вся система экономических связей, существовавших в пределах бывшего СССР, в том числе крупномасштабные трансферты из всесоюзного бюджета (а фактически из России) в другие республики бывшего СССР. В таком положении в бюджетах новых независимых государств произошло резкое снижение доходов. Данный факт, однако, не мешал новым государствам планировать расходы на уровне, к которому они привыкли за многие годы. Органы власти не только Украины, но и большинства других бывших советских республик по-прежнему пытались претворять в жизнь образец государства, уровень социального и медицинского обеспечения, системы образования, военных расходов и капиталовложений, который был просто перенесен из распавшегося СССР. В результате это каждый год приводило к огромному бюджетному дефициту.

В начальный период своего существования новые государства, при отсутствии возможности покрытия дефицита за счет займов, использовали денежную эмиссию, что, в свою очередь, влекло за собой рост инфляции. До середины 1995 года бюджетный дефицит на Украине практически финансировался исключительно за счет денежной эмиссии.

Через 2-3 года, когда молодые государства проявили способность вести самостоятельную финансовую политику, появилась возможность покрытия бюд-

жетного дефицита за счет привлечения внутренних и внешних средств. Одновременно это позволило ограничить финансирование бюджета путем денежной эмиссии. Особо следует отметить также тот факт, что в первый период независимости (до 1995 года) органы власти Украины очень неохотно шли на контакт с международными финансовыми организациями. Подход к этому вопросу изменился в 1995 году, когда руководство страны возглавила команда нынешнего президента Леонида Кучмы. Изменение политики было вызвано также постоянно ухудшающимся экономическим положением страны, которая нуждалась в привлечении внешних финансовых источников.

### Рисунок 1. Дефицит госбюджета и источники его финансирования



Источник: Данные Министерства финансов Украины.

#### 1.1. Внешний долг (деноминированный в конвертируемой валюте)

Согласно данным Министерства финансов Украины, внешняя часть государственного долга на 1 сентября 1999 года составляла 12,6 млрд. долларов США. В него вошли:

**– 3074 млн. долларов США — долг перед Россией**

Этот долг возник как результат большого отрицательного сальдо торгового баланса, главным образом по причине неуплаты задолженности за российские энергоносители. 26 мая 1993 года правительства Украины и России подписали договор, согласно которому величина долга Украины перед Россией была установлена на уровне 2,5 млрд. долларов США. В связи с этим на протяжении

1993-1998 годов Украина должна была погашать ежегодно 416,7 млн. долларов США, что удалось осуществить лишь один раз. 20 марта 1995 года, согласно новому договору, неуплаченный к тому времени долг — 1,131 млрд. долларов США, в том числе примерно 160 млн. долларов США пени — был реструктуризован. В соответствии с новым договором, в течение 1995-1996 годов Украина должна была погашать только проценты и лишь с 1997 года начать погашение основной суммы долга (68 млн. долларов США в 1997 году и по 106,8 млн. долларов США в период 1998-2007 годов). Эта реструктуризация касалась также кредита, полученного от правительства России 24 июня 1993 года в размере 203,9 млн. долларов США и предназначенного на закупку российских товаров и услуг.

28 мая 1997 года правительства России и Украины подписали очередной договор по урегулированию платежей, связанных с разделом Черноморского флота и пребыванием российского флота на территории Украины. Согласно этому документу, предыдущие договоры об уплате реструктуризованного долга теряли свою силу 1 января 1998 года. С этого времени украинский долг перед Россией погашается по принципу «зачета» за пользование украинской территорией и инфраструктурой, и благодаря этому взаимозачету Украина не имеет теперь никаких денежных обязательств перед Россией по обслуживанию этого долга.

***– 1085 млн. долларов США в связи с правительственными облигациями внешнего займа от 1995 года***

18 марта 1995 года правительство Украины подписало с РАО «Газпром» договор об урегулировании задолженности по поставкам газа за период 1994-1995 годов. Согласно этому договору, за задолженность в размере 1,4 млрд. долларов США были выданы облигации в количестве 280 тыс. штук номинальной стоимостью 5 тыс. долларов США каждая, со сроком выкупа до 12 лет, под 8,5% годовой процентной ставки с ежеквартальной выплатой, с двухлетним льготным сроком. Главным платежным агентом выпуска был назначен НБУ.

***– 352 млн. долларов США Туркменистану***

Данный долг возник в результате неуплаты по поставкам газа. 19 января 1995 года величина непогашенной задолженности была определена в размере 723,44 млн. долларов США. Украина обязалась ежегодно погашать по 140,9 млн. долларов США в период до 2001 года.

**Таблица 1. Проекты Всемирного банка на Украине (по состоянию на 7 июня 1999 г.)**

Тип проекта	Валюта, млн.	Основная сумма	Не выплачено	Выплачено	Утвержденная дата	Дата подписания	Дата вступл. в силу	Дата закрытия
Здравоохранение	USD	10	0	10		23.12.94	23.12.94	30.06.96
Здравоохранение	USD	150	0	150	05.04.96	05.04.96	13.06.96	31.12.96
Строительные учреждения	USD	27	0,007	26,93	08.06.93	25.06.93	11.08.93	01.04.99
Реконструкция гидроэлектростанций	USD	114	87,42	26,58	11.04.95	28.09.95	24.05.96	31.12.00
Развитие сельскохозяйственного зерно-семенного фонда	USD	32	19,88	12,12	23.05.95	28.09.95	23.07.96	30.09.00
Установки и оборудование для угольной промышленности	USD	15,81	6,09	9,72	16.05.96	11.07.96	28.08.96	31.12.99
Улучшение развития предпринимательства	USD	310	4,6	305,4	27.06.96	27.06.96	19.07.96	31.12.99
Социальная защита населения	USD	2,6	0,84	1,76	19.09.96	24.04.97	05.12.97	30.06.00
Электроэнергетический рынок	USD	245,4	169,44	75,96	10.10.96	01.11.96	31.01.97	31.12.99
Электроэнергетический рынок	USD	71,6	71,15	0,45	10.10.96	01.11.96	31.01.97	31.12.99
Развитие экспортных операций	USD	60	43,43	16,57	21.11.96	15.05.97	07.08.97	30.06.02
Развитие экспортных операций	DEM	15	11,06	3,94	21.11.96	15.05.97	07.08.97	30.06.02
Угольная отрасль	USD	300	70	230	11.12.96	12.12.96	27.12.96	31.12.99
Киевская теплосеть	USD	200	200	0	21.05.98	14.10.98	12.04.99	31.12.04
EDAL II	USD	300	100	200	15.09.98	15.09.98	18.09.98	31.12.99
Финансовая отрасль	USD	300	200	100	15.09.98	15.09.98	18.09.98	31.12.99
Развитие экспортных операций	USD	2,5	0,55	1,95	11.02.97	11.02.97	11.02.97	31.06.02
Развитие частного сектора	USD	0,51	0,45	0,06	11.02.99	11.02.99	11.02.99	31.12.00
Сельскохозяйственная отрасль	JPY японская иена	58,8	0	58,8	28.08.95	28.08.95	28.08.95	15.04.97
Регистрация прав и званий	USD	0,54	0,54	0	08.07.98	08.07.98	07.08.98	31.12.99
Реформы в публичном секторе	USD	0,14	0,14	0	05.12.96	05.12.96	12.03.98	31.12.99
Реконструкция угледобывающей промышленности	USD	0,12	0,12	0	25.12.97	25.12.97	19.03.98	30.06.00
Реформы в правовой системе	USD	0,35	0,35	0	08.05.98	08.05.98	15.06.98	31.12.99
Финансовое обслуживание	NLG голланд. гульден	1,02	0,14	0,87	07.06.96	07.06.96	02.08.96	31.10.99
Реконструкция гидроэлектростанций	NOK норвеж. крона	3,9	1,76	2,15	24.10.95	24.10.95	24.10.95	31.07.99
Озоноистощение	XDR	17,3	17,3	0	23.06.98	15.09.98	31.03.99	31.12.00
Научно-исследовательские изыскания	USD	0,21	0,16	0,05	05.06.98	05.06.98	05.06.98	15.01.00
Одесса	USD	0,2	0	0,2	24.01.97	24.01.97	24.01.97	23.04.99
Электроэнергетический рынок	USD	0,47	0	0,47	30.07.96	30.07.96	30.07.96	30.07.98
Развитие охраны окружающей среды	USD	0,49	0	0,49	04.06.96	04.06.96	04.06.96	06.03.99
Оживление деятельности	USD	0,11	0	0,11	04.02.97	04.02.97	04.02.97	04.02.99
Get - PPA for Ukr. Delta Biodiv.	XDR	0,11	0	0,11		10.11.92	10.11.92	01.11.94
Проект по развитию биологических разновидностей	XDR	0,4	0	0,4	28.07.93	30.07.93	27.10.93	31.03.97
Danube Delta Biodiversity	XDR	1,1	0	1,1	21.06.94	19.07.94	04.08.94	30.06.99
Реформы в правовой системе	USD	0,38	0	0,36		16.05.94	16.05.94	30.08.96
IDF - Ukraine Proj. MGT Training	USD	0,48	0	0,35		15.08.94	15.08.94	26.05.96
Помощь в развитии конкурентоспособности	USD	0,45	0	0,45		09.09.94	22.10.94	09.09.96
Помощь местным программам охраны окружающей среды	USD	0,43	0	0,43		14.02.95	24.02.95	31.08.97

Источник: «Kyiv Post, Business», 17 июня 1999 г.

**– 2867 млн. долларов США Международному валютному фонду**

По данным на конец 1998 года, Украина в качестве помощи получила от МВФ кредиты на сумму примерно 2,2 млрд. долларов США. Их основной особенностью являются льготные условия обслуживания: процентная ставка колеблется от 5,75% до 6,29% годовых, обслуживание начинается через три года, срок погашения — от 3 до 5 лет. Распорядителем финансовых средств, полученных от МВФ, является НБУ, и они идут на пополнение валовых валютных резервов НБУ.

**– 1912 млн. долларов США Всемирному банку**

Средства, получаемые от Всемирного банка, предназначены для финансирования бюджетного дефицита и осуществления инвестиционных проектов. Срок погашения кредитов составляет 17 лет с пятилетним льготным периодом, во время которого выплачивается только начисленные проценты. Процентная ставка определяется на основании *LIBOR* и составляет около 6,5% годовых.

**– 114 млн. долларов США Европейскому банку реконструкции и развития**

Займы ЕБРР были дополнительным источником финансирования государственных инвестиционных проектов на Украине. Срок погашения в данном случае колеблется от 3 до 5 лет, а процентная ставка составляет *LIBOR* плюс 1%.

**– 1840 млн. долларов США по фидуциарным займам**

Организатором первого коммерческого займа на международных рынках на сумму 450 млн. долларов США был банк Nomura International. 11 августа 1997 года Украина получила примерно 397 млн. долларов США (после вычета банковских процентов и комиссионных), обязуясь возратить сумму 450 млн. долларов США 12 августа 1998 года. В октябре того же года украинское правительство взяло еще 109 млн. долларов США займов на один год, причем в данном случае организатором займа был банк Chase Manhattan.

В начале 1998 года, накануне парламентских выборов, правительство столкнулось с политической необходимостью выплатить задолженности по зарплате и социальным платежам. На этот раз деньги организовал консорциум Merrill Lynch и Commerzbank. 25 февраля 1998 года с помощью банков Merrill Lynch и Commerzbank было проведено размещение еврооблигаций на сумму 750 млн. немецких марок на 3 года (до 26.02.2001 г.) под процентную ставку в размере 16,2% и с выплатой банковских комиссионных в размере 1,75% стоимости кредита. В связи с большой заинтересованностью международных рынков 5 мая

было принято решение по дополнительному выпуску облигаций на сумму 250 млн. немецких марок со сроком выкупа 26.02.2001 г. Условия кредита были лишь незначительно более выгодными: процентная ставка составила 14,995%, а комиссионные банка-организатора — 1,25% от суммы кредита.

**Таблица 2. Внешний государственный долг Украины (млн. дол. США)**

Внешний долг по состоянию на:	01.01.93	01.01.94	01.01.95	01.01.96	01.01.97	01.01.98	01.01.99	01.09.99
Внешний долг всего	396	3623	4822	8217	8839	9555	11483	12608
Задолженность по кредитам, полученным от международных организаций	0	0	477	2211	3444	4022	4817	5251
В том числе:								
Всемирный банк			101	503	905	1212	1584	1912
Европейский союз				110	241	352	333	359
Европейский банк реконструкции и развития			5	33	35	66	110	114
Международный валютный фонд			371	1565	2263	2392	2790	2867
Задолженность по кредитам, полученным от иностранных государств, в том числе по займам, предоставленным под гарантии Кабинета министров	396	3623	4345	4806	4275	3854	3922	4412
В том числе:								
Россия		2704	2704	3060	2381	2001	3074	3074
Туркменистан			713	708	704	599	458	352
Молдавия		28	28	19				
Япония					182	150	144	177
Кредитные линии:	396	891	900	745	860	1013	1046	947
Германия	196	401	645	670	597	463	492	376
США	174	333	123	71	215	448	396	337
ЕС	26	157	123	4				
Франция					35	32	37	36
Япония						37	31	30
Италия			9		13	29	66	58
Испания						1	5	2
Швейцария							3	3
МБРР						3	15	18
Фидуциарные займы						559	1767	1840
Облигации государственного Внешнего займа 1995 года (РАО Газпром)				1200	1120	1120	1155	1085

Источник: Данные Министерства финансов Украины.

Очередную эмиссию облигаций (16.03.1998 г.), на этот раз на сумму 500 млн. ЭКЮ, организовал SBC Warburg. Срок выкупа этих облигаций приходится на 17 марта 2000 года, процентная ставка составляет 14,75%, а комиссионные банка — 0,5% от стоимости кредита.

Следующий выпуск облигаций, деноминированных в иностранной валюте, произошел 20 октября 1998 года. Его организатором был банк Chase. Сумма кредита составила 81,75 млн. долларов США, процентная ставка — 16,75%, а

погашение должно было происходить ежеквартально в период с 20.01.1999 г. по 20.10.1999 г.

Последний выпуск облигаций имел место 20 августа 1999 г., когда была произведена эмиссия еврооблигаций на сумму 538 млн. нем. марок. Срок их погашения установлен на 26 февраля 2001 г., процентная ставка составляет 16%. Целью эмиссии была замена еврооблигаций, гарантом эмиссии которых были ING банк и Merrill Lynch, со сроком выкупа в мае 1999 года и сентябре 2000 года. На этих условиях удалось обменять облигации на сумму около 300 млн. долларов США.

Часть долга Украины, деноминированного в иностранной валюте, связана с принятием на себя обязательств предприятий, которым были выданы гарантии под взятие иностранного кредита. В соответствии с решением парламента от 29 июня 1999 года, с 5 октября 1999 года правительство не имеет права выдавать гарантии на иностранные кредиты. Только в первом квартале 1999 года было выдано гарантий на сумму 45 млн. долларов США.

Согласно данным НАУРЕИ (Национальное агентство Украины), в конце февраля 1999 года иностранные кредиты предприятиям, выданные под гарантии правительства, составили 2354 млн. долларов США. Из этой суммы возвращено 1671 млн. долларов США. Кроме того, 1,5 млрд. долларов США уплачены в виде процентов. С начала 1999 года долги предприятий с государственной гарантией составили 711,5 млн. долларов США.

Эти кредиты в основном шли в агропромышленный комплекс (1406 млн. долларов США), металлургическую отрасль (300,8 млн. долларов США) и здравоохранение (288,7 млн. долларов США).

Основной проблемой при гарантиях такого типа является механизм обслуживания обязательств. Он выглядит таким образом: государственный бюджет сам обслуживает внешний долг предприятия, а затем взыскивает с предприятия надлежащие суммы. Однако до сих пор госбюджету удалось получить лишь около 4,5% выплаченных средств, причем примерно 75% в форме взаимозачетов.

Согласно данным Министерства финансов, этой суммой ограничивается внешняя часть государственного долга. Но, без сомнения, она должна включать и некоторые другие статьи. Основной из них является задолженность Украины по уплате взносов в международные организации, участником которых она является. На сегодняшний день Украина является членом более чем 100 международных структур, большинство из которых получены в наследство со времен СССР и участие в которых не представляет интереса для Украины. Однако задолженность Украины таким организациям, как ВОЗ и UNIDO, приводит даже к

потере права решающего голоса в них. По данным Счетной палаты, общая сумма задолженности Украины международным организациям составляет 940 млн. долл. США. Поскольку Конституцией Украины закреплена норма об обязательном выполнении условий участия в международных организациях, мы считаем, что данная сумма должна быть учтена во внешнем долге страны.

**Таблица 3. Задолженность предприятий перед бюджетом по невозвращенным кредитным гарантиям**

Заемщик	Сумма задолженности госбюджету на 01.04.99 г., млн. долл. США	Что сделано
Макеевский металлургический комбинат	73,053	В январе 1998 года арбитражным судом возбуждено дело о банкротстве комбината. Дело о погашении задолженности за счет имущества предприятия приостановлено до рассмотрения дела о банкротстве. Комбинату выставлены инкассовые распоряжения на сумму более 442 млн. гривен, которые учитываются на картотеке.
УЗТФ «Биомед»	57,291	Выставлено 24 инкассовых распоряжений на 283,94 млн. грн. Предприятие не осуществляет финансово-хозяйственную деятельность. Дело передано в налоговую милицию для установления его фактического местонахождения.
Фирма «Атон»	38,860	В ноябре 1996 года, согласно решению арбитражного суда, фирма признана банкротом.
«Криворожсталь»	36,575	В 1997 году в счет погашения задолженности перед Минфином (63,64 млн. дол. США ) предприятие перечислило только 55 млн. дол. США. ГНА (Государственная налоговая инспекция) отправила в прокуратуру материалы о состоянии задолженности комбината по иностранным кредитам.
Концерн «Укргротехсервис»	36,110	В сентябре 1998 года ГНА передала материалы в арбитражный суд о признании концерна банкротом. Слушание перенесено до представления концерном документов о зачислении сданного хозяйствами зерна в Госрезерв.
Корпорация «Укргробиржа»	23,155	По состоянию на 10 апреля 1999 года выставлено 12 инкассовых распоряжений на 98,56 млн. грн. Направлена претензия о погашении задолженности за счет имущества. Корпорацией уплачено 1,38 млн. дол. США. ГНА выставила инкассовые распоряжения на дебиторов на 11,27 млн. грн. На 1 апреля 1999 года по ним уплачено 4,23 тыс. грн.
АО «Эпос-холдинг»	21,276	В сентябре 1998 года арбитражный суд принял решение о погашении задолженности перед бюджетом за счет имущества предприятия на сумму 44,99 млн. грн. Торги не состоялись из-за отсутствия покупателей. В январе 1999 года ГНАУ обратилась в арбитражный суд с исковым заявлением о признании предприятия банкротом.
Корпорация «Агрордон»	19,919	Выставлены инкассовые распоряжения на возмещение задолженности на 72,22 млн. грн. и пени на сумму 26,62 млн. грн. По состоянию на 7 апреля 1999 года оплачено 6,72 млн. долл. США и пени 307,75 тыс. грн. Рассматривается вопрос о пролонгации срока погашения кредита.
ГАК «Хлеб Украины»	19,483	В октябре 1998 года ГНА отослала сообщение о налоговом залоге имущества и закрытии счетов в банках (кроме основного) до полного погашения просроченной задолженности перед бюджетом. На 10 марта 1999 года выставлено 27 инкассовых поручений на сумму 47,43 млн. грн. Взыскано 7,23 млн. грн., в том числе в 1999 году - 122,3 тыс. грн.
АО «Криопром»	9,536	Предприятию выставлены инкассовые поручения на сумму более 37 млн. грн. В бюджет деньги от предприятия не поступили. Предприятие не осуществляет финансово-хозяйственную деятельность. В феврале 1999 года арбитражный суд возбудил дело о банкротстве.

*Продолжение таблицы на следующей странице*

Продолжение таблицы 3

Заемщик	Сумма задолженности госбюджету на 01.04.99 г., млн. долл. США	Что сделано
Концерн «Південриба»	7,089	Концерн ликвидируется. Оборудование, закупленное за средства иностранного кредита, передано концерном коллективному предприятию «Південриббуд». ГНА готовит иск в арбитражный суд о признании концерна банкротом.
Корпорация «Миргородхарчопром»	4,380	Решением арбитражного суда от 12 ноября 1998 года корпорация признана банкротом.
Северный ГОК	2,292	В январе 1999 года комбинат заключил договор с Минфином о реструктуризации задолженности по кредиту, согласно которому обязуется погасить долг на протяжении 1999-2000 гг. в сумме 909,43 японских иен.
ОАО «АвтоЗАЗ»	2,093	Предприятию выставлено 16 инкассовых распоряжений на погашение задолженности по иностранному кредиту. АвтоЗАЗ направил иск в арбитражный суд о признании не подлежащими к выполнению эти распоряжения, ссылаясь на Закон «О списании задолженности ОАО «АвтоЗАЗ». Арбитражный суд удовлетворил требования истца.
ОАО «Агропроминвест»	2,037	С начала 1998 года предприятию направлено четыре претензии на погашение задолженности. С 1 октября 1998 года приостановлены все финансовые операции, кроме расчетов с бюджетом. В то же время без соответствующего разрешения предприятие передало в собственность ЗАО «Нефком» 885,48 т кукурузы, которая находилась в налоговом залоге. 17 марта 1999 года ГНА наложила арест на имущество предприятия на сумму 3,64 млн. грн. Материалы проверок по предприятию переданы в отдел налоговой милиции для принятия решения.
ОАО «Стальканат»	1,495	Срок оплаты кредита пролонгирован. Предприятие обратилось к правительству с просьбой провести взаимозачет задолженности в счет поставленного компаниям Минэнерго энергетического угля. Кабмин дал согласие на приостановление санкций к предприятию до решения вопроса о взаимозачете. По состоянию на 10 апреля 1999 года такое решение не принято.
ОАО «Харьковский тракторный завод»	1,456	Срок первого погашения кредита наступил в январе 1999 года. На расчетный счет предприятия ГНА выставила инкассовое распоряжение на сумму 374,2 тыс. грн. По состоянию на 10 апреля 1999 года средства не поступали.
Центральный ГОК	1,267	В феврале 1999 года между Минфином и комбинатом был заключен договор о реструктуризации просроченной задолженности на 241,43млн. японских иен. Срок погашения: май 1999 года - ноябрь 2004 года.
АО «Чексил»	0,707	В феврале 1999 года выставлено инкассовое распоряжение на общую сумму задолженности предприятия перед бюджетом. По состоянию на 10 апреля 1999 года средства не поступали. Планируется провести взаимозачет с Минобороны на поставленную продукцию.
Фирма «София Киевская»	0,445	Выставлено 15 инкассовых распоряжений на сумму около 1,7 млн. грн. В ноябре 1998 года списаны средства со счетов дебиторов на 146,6 тыс. грн. В январе 1999 года постановлением арбитражного суда фирма признана банкротом.

Источник: «Бизнес».

## 1.2. Внутренний долг (деноминированный в национальной валюте)

В первый период существования независимой Украины единственной возможностью финансирования бюджетного государственного дефицита были кредиты Национального банка Украины или попросту доходы от эмиссии денег (*seigniorage*). До конца 1996 года прямые кредиты НБУ госбюджету выросли на сумму 8 млрд. гривен. Согласно специальному закону, подписанному президен-

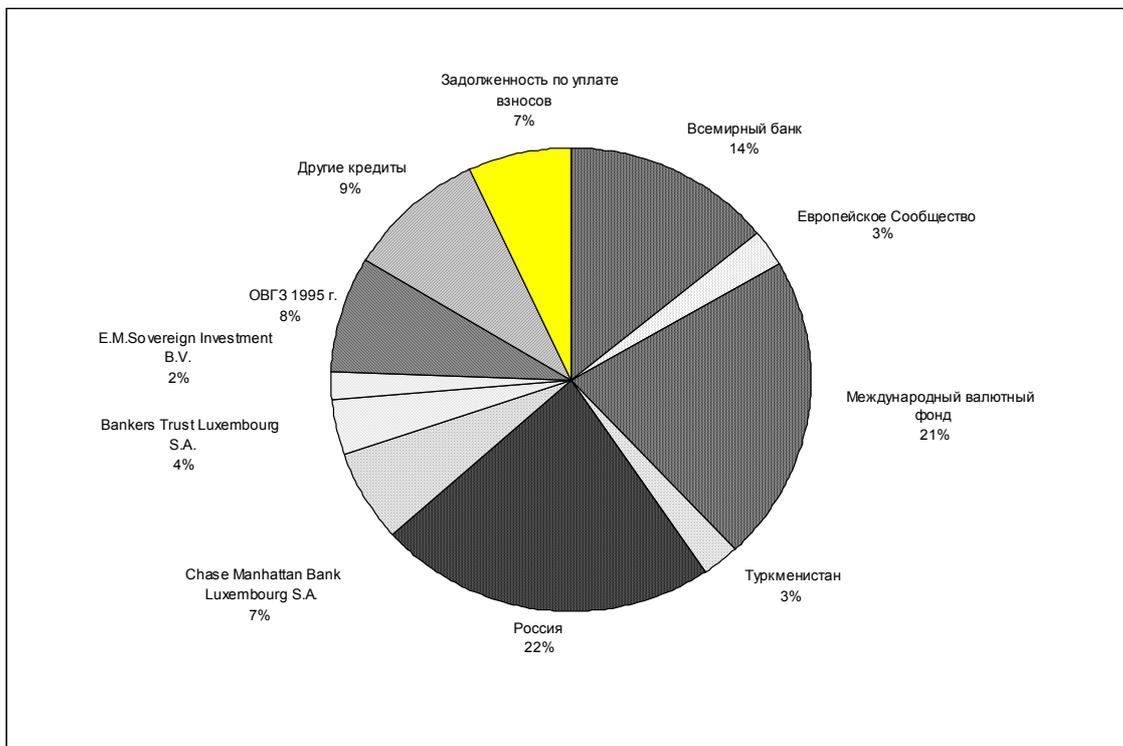
том страны 23 января 1997 года, эти долги были списаны. Некоторые организации оспаривают законность этого решения, однако Министерство финансов больше уже не занимается этим вопросом.

**Таблица 4. Внешняя задолженность Украины по уплате взносов в международные организации**

Задолженность	Сумма, млн. долл. США
Общая внешняя задолженность Украины по уплате взносов в международные организации	940,0
В том числе:	
международным финансовым организациям	651,1
Международному валютному фонду	640,6
Международной финансовой корпорации	8,0
Европейскому банку реконструкции и развития	1,7
Международной ассоциации развития	0,8
А также:	
в бюджет ООН, органов и спецучреждений системы ООН и других международных организаций	288,1
в регулярный бюджет ООН	2,6
на финансирование операций по поддержанию мира	210,3
на международные трибуналы	1,9
в органы спецучреждений системы ООН	66,1
в международные организации, не входящие в систему ООН, а также в конвенционные органы	7,2
в уставные, межгосударственные, отраслевые и межотраслевые органы СНГ	0,1

Источник: Данные Счетной палаты по состоянию на 01.04.1999 г.

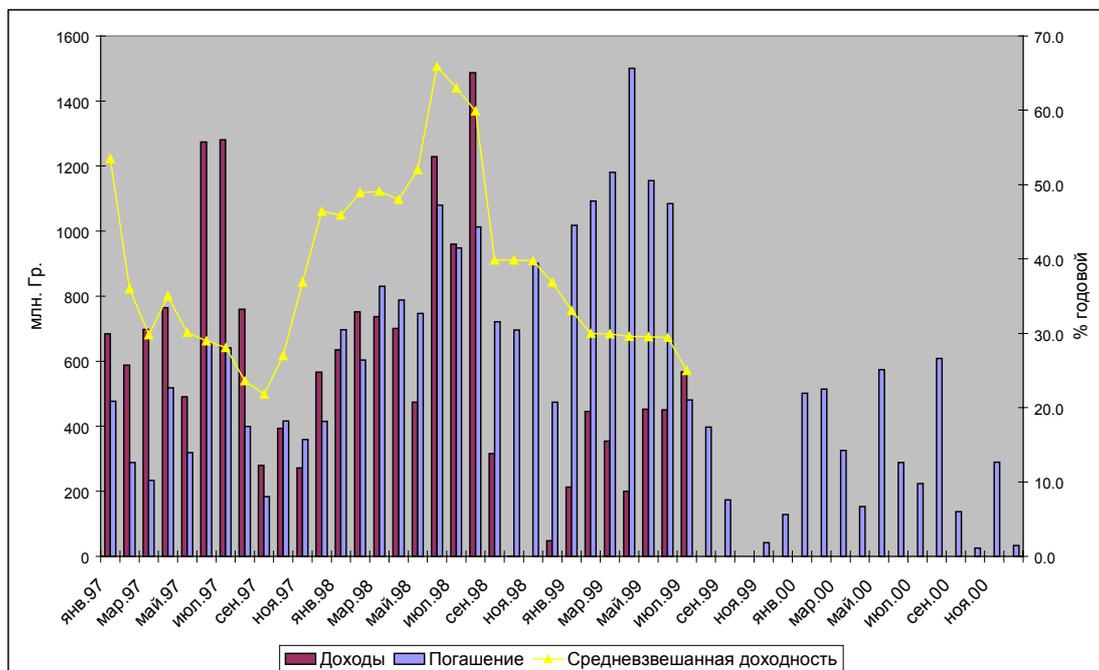
**Рисунок 2. Структура внешнего долга Украины**



Источники: авторские расчеты; данные Министерства финансов Украины.

Рынок государственных ценных бумаг (фондовый рынок) начал функционировать лишь в середине 1995 года. Это было связано с развитием банковского сектора, который в условиях высокой инфляции и большого риска, связанного с кредитованием субъектов хозяйственной деятельности, нуждался в возможности инвестирования ликвидных средств в безопасные активы, гарантирующие соответствующую норму возврата, что должно было обеспечить рентабельность. В 1995 году на фондовом рынке было получено всего лишь 304 млн. гривен, но уже на следующий год поступления возросли до 3145 млн. гривен. Апогея своего развития фондовый рынок достиг в середине 1997 года, когда удалось получить 4361 млн. гривен, главным образом из средств нерезидентов. В обращение были введены ценные бумаги со сроком от 1 до 18 месяцев. Высокая эффективная процентная ставка привлекала иностранный спекулятивный инвестиционный капитал. В 1995 году рынок начал работу с более чем 140% эффективной процентной ставкой, которая систематически снижалась, пока в августе 1997 года не достигла она своего самого низкого уровня — 22%<sup>4</sup>. Однако, с осени 1997 года, в связи с растущими ожиданиями дефолта и девальвации гривны, начался процесс быстрого роста доходности ОВГЗ, что привело к нарастанию финансовой пирамиды, которая потерпела крах в сентябре 1998 года.

### Рисунок 3. Рынок ОВГЗ



Источник: «Financial Week».

<sup>4</sup> Марта Дехтярчук, неопубликованные материалы с конференции в городе Новый Сонч, ноябрь 1998 г.

Сначала с рынка стали уходить иностранные инвесторы, обеспокоенные неудовлетворительными результатами украинской экономики и ростом степени риска, связанного с валютным курсом. Ситуацию пытались спасти повышением эффективной процентной ставки и выдачей в ноябре 1997 года разрешения коммерческим банкам на включение в обязательный резерв части портфеля государственных ценных бумаг (это правило было изменено лишь во второй половине 1998 года, когда единственным покупателем на рынке остался НБУ). Ситуация обострилась после разразившегося в Восточной Азии финансового кризиса, который обострил чувствительность спекулятивного капитала к риску в странах с переходной экономикой. Средняя доходность ОВГЗ повысилась в конце года до 50%. Все меньше было желающих приобрести новую эмиссию, либо пролонгировать старые. Если в 1997 году НБУ закупил ОВГЗ на сумму 1,1 млрд. гривен, т.е. 14 процентов общей эмиссии этих бумаг, год спустя его участие на первичном рынке ОВГЗ возросло до 52 процентов (3,8 млрд. гривен), причем с сентября 1998 года он был уже единственным покупателем.

Непосредственной причиной катастрофы пирамиды украинских ОВГЗ был августовский обвал ее российского аналога. В преддверии шокового обесценивания гривны, исчерпания валютных резервов НБУ и практической неплатежеспособности государства, владельцы ОВГЗ согласились на «добровольную» конверсию долговых требований, первичный срок выкупа которых приходился на период от сентября 1998 года до февраля 1999 года. Условия конверсии предусматривают возвращение долга в течение 2-5,5 лет. Украинским коммерческим банкам был предложен 40%-процентный купон в первый год и рыночная процентная ставка в последующие годы. Нерезиденты получили значительно более выгодные условия конверсии — им была гарантирована 22% ставка в долларах США.

С сентября 1998 года до конца июня 1999 года практически единственным покупателем государственных ценных бумаг был НБУ. За этот период было выпущено ОВГЗ на сумму примерно 2,5 млрд. гривен, со сроком выкупа от 4 до 20 месяцев (в структуре срока выкупа ОВГЗ, находящихся в обращении в конце июня 1999 года, 82% составляли ценные бумаги со сроком, превышающим годичный срок выкупа, а 18% — бумаги со сроком выкупа до одного года) и доходностью от 30% до 44% годовых.

В июле 1999 года Министерство финансов начало выпуск краткосрочных казначейских облигаций со сроком погашения от 7 до 20 дней и с доходностью от 8,36% до 19,74% (годовых), которые нашли своих покупателей среди коммерческих банков. Однако по причине своего небольшого количества (52 млн. гри-

вен) и короткого срока обращения они являются средством управления ликвидностью государства и не влияют на основную величину государственного долга.

**Таблица 5. Государственные облигации, находящиеся в обращении**

Вид гос-облигации	Параметры выпуска									
	валюта выпуска	форма выпуска	номинал	объявленный объем выпуска	сроки погашения	вид дохода	характеристика купонов	депозитарная система	нормативный документ	комментарии
Облигации внутреннего гос. займа (ОВГЗ)	гривна	бездок.	100	3,688 млрд. (в 1999 г.)	От 28 дн. до 36 мес. и на определенную дату	Дисконт	Отсутствуют	Внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 1 от 02.01.99 г., № 265 от 25.02.99 г. и № 1404 от 30.07.99 г.	
Конверсионные облигации внутреннего гос. займа (КОВГЗ)	гривна	бездок.	100	3 млрд.	27.08.2001 27.02.2002 27.08.2002 27.02.2003 27.08.2003 27.02.2004	купон (купонный период 6 мес.)	два первых купона фиксиров. по 40% в год., остальные – плв.	внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 1343 от 25.08.98 г.	облигации выпущены в результате конверсии
Конверсионные дисконтные облигации (КДО)	гривна	бездок.	100	0,5 млрд.	05.05.1999 28.07.1999 11.08.1999 08.09.1999	дисконт	отсутствуют	внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 127 от 30.01.99 г.	облигации выпущены в результате конверсии
Конверсионные процентные облигации внутреннего гос. займа (КПОВГЗ)	гривна	бездок.	100	1,259 млрд.	от 36 мес. до 66 мес.	купон (купонный период 1 мес.)	в 1999г. выплаты купонов производятся в установленном при эмиссии размерах	внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 550 от 05.04.99 г.	облигации выпущены в результате конверсии
Средне- и долгосрочные конверсионные облигации внутреннего гос. займа (СКОВГЗ)	гривна	бездок.	100	6 млрд.	от 36 мес. до 72 мес.	купон (купонный период 3 мес.)	по первым 10 купонам доход не начисляется, затем – «плавающая» ставка	внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 551 от 05.04.99 г.	облигации выпущены в результате конверсии

Продолжение таблицы на следующей странице

Продолжение таблицы 5

Вид гос-облигации	Параметры выпуска									
	валюта выпуска	форма выпуска	номинал	объявленный объем выпуска	сроки погашения	вид дохода	характеристика купонов	депозитарная система	нормативный документ	комментарии
Конверсионные облигации серий А и Б	гривна	бездок.	5000	4 млрд.	серия А: 22.09.2000 серия Б: 22.12.2000	дисконт + хед-жирующий купон, гаран-тир. валютную доходность 22% год	выплата купона производится в момент погашения	внутренняя (Депозитарий НБУ)	Постановление Кабинета Министров № 1349 от 28.08.98 г	облигации выпущены в результате конверсии
Конверсионные валютные облигации (конверсионные еврооблигации)	доллары США	бездок.	100000 и 1000	не определен	22.09.2000	дисконт на уровне валютной доходности 20% в год	отсутствуют	внешняя («Cedel» и «Euroclear»)	Постановление Кабинета Министров № 1455 от 16.09.98 г.	облигации выпущены в результате конверсии
Облигации внутреннего гос. сберегательного займа (ОВГСЗ)	гривна	документ на предъявителя	50	0,15 млрд.	01.06.2000	фиксир. купон на уровне 34% в год. в гривнах	три купонных периода (1 – годовой, 2 – по 6 мес.)	отсутствует	Постановление Кабинета Министров № 736 от 25.05.98 г. и № 1333 от 25.08.98 г.	

Источник: [www.ufs.kiev.ua/documents/table.html](http://www.ufs.kiev.ua/documents/table.html).

На этом заканчивается «твердая» часть государственного долга Украины, то есть имеющая параметры, определяющие условия его возвращения — срок погашения и процентную ставку. Кроме этой части существуют еще обязательства, у которых нет таких параметров и поэтому трудно определить, как они повлияют на финансовое положение страны. Прежде всего речь идет о реструктурированных сбережениях населения на основании закона «О государственных гарантии восстановлений сбережений граждан Украины», находящихся в «Сбербанке» — советском сберегательном банке и его украинском партнере «Ощадном банке», подписанном президентом Украины 21 ноября 1996 года. В соответствии с этим законом государственный долг возрастает на дополнительные 130 млрд. гривен, то есть в 2 раза. В этом законе, однако, нет никаких положений, касающихся срока погашения долга и размера процентного начисления. При данном правовом состоянии страны никто не может рассчитывать, что когда-нибудь эти деньги ему будут возвращены. Учитывая финансовое состоя-

ние государства, мы надеемся, что данный закон не будет дополнен соответствующими положениями по его исполнению. В противном случае Украине угрожает катастрофа государственных финансов. Этот вопрос невозможно решить при помощи таких предвыборных приемов, как указ Президента Украины от 28 июня 1999 года, в котором он обязал правительство страны погасить эту часть долга за счет средств, полученных от быстрой продажи государственного имущества, такого как санатории, гостиницы, дома и базы отдыха. Этот документ недоработан, в нем отсутствует реальная часть, касающаяся его исполнения, и поэтому, вероятно, в таком виде он никогда не будет претворен в жизнь.

С 1993 года, при недостаточных источниках финансирования расходов госбюджета, происходит задержка выплат заработной платы, пенсий по возрасту, инвалидности, пособий и стипендий. Эта задолженность увеличивалась из года в год, начиная с 1,3% ВВП в 1993 году и достигнув 4% ВВП в 1997 году. В 1998 году задолженность бюджета по этой статье была ограничена до 1% ВВП. В середине 1999 года задолженность бюджета по невыплаченным зарплатам, пенсиям по возрасту и инвалидности составила 2824 млн. гривен. Такая форма займа необычайно выгодна для госбюджета, в связи с отсутствием расходов на процентное вознаграждение. Однако с политической точки зрения она очень опасна, и можно ожидать, что накануне президентских выборов эта задолженность будет возвращена населению.

**Таблица 6. Задолженность госбюджета по невыплаченным зарплатам, пенсиям по возрасту и инвалидности (млн. гривен)**

<b>Задолженность госбюджета по:</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>II квартал 1999</b>
Невыплаченным зарплатам	994	717	960	850
Невыплаченным пенсиям по возрасту и инвалидности	296	1280	1974	1974

Источник: НІІД. Ежеквартальное издание.

Существующие, но еще не обнаруженные долги государства могут иметь несколько источников. Наиболее вероятными являются обязательства, взятые бюджетными учреждениями, и обязательства местных бюджетов, которые, согласно совместному решению Кабинета Министров и НБУ от 20 мая 1999 года, могут выпускать казначейские векселя (*promissory notes*). Вполне возможно, что долг может таиться также и в сфере, связанной с гарантиями, выданными Государственным казначейством. Кроме того, часть необнаруженного государственного долга может находиться в государственном страховом секторе. Трудно, однако, оценить масштаб не обнаруженных до сих пор бюджетных обязательств

и тем более расходов, связанных с их возможным обслуживанием и возвращением.

## **2. Обслуживание государственного долга Украины в 1995-1999 годах**

В структуру расходов бюджета включаются суммы выплат дисконта и процентов по государственному долгу Украины (внешнему и внутреннему). При этом уже несколько лет подряд затраты на обслуживание государственного долга составляют одну из самых значительных статей расходов бюджета. В 1998 году на обслуживание только внутреннего долга (выплату дохода по ОВГЗ) было потрачено 5,8% доходов консолидированного бюджета, или 1,6% ВВП (см. рисунок 4). В 1999 году объемы обслуживания долга достигнут рекордного значения и составят 11,5% всех доходов бюджета. Пиковые значения 1998 и 1999 годов, являясь в принципе не типичными для бюджета, были обусловлены, прежде всего, очень рискованной политикой заимствования на внутреннем и на внешнем рынках в 1997-1998 годах. Причиной проведения таких заимствований было сохранение высокого уровня бюджетного дефицита в эти годы, а также серия финансовых кризисов, приведшая к резкому росту ставок доходности по инструментам государственного долга<sup>5</sup>.

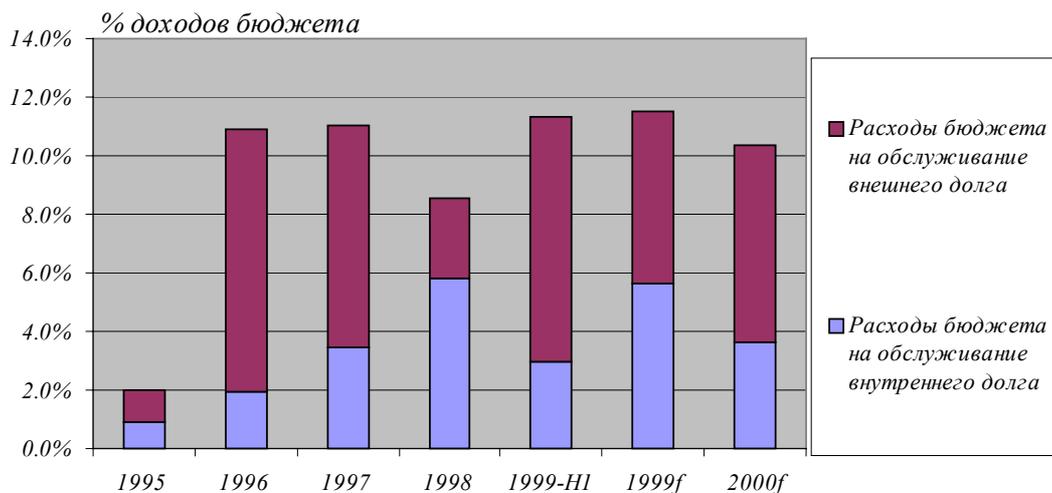
В отличие от некоторых других статей расходной части бюджета, выплаты по долгу осуществляются исключительно «живыми» деньгами, сокращая ликвидные ресурсы правительства. Более того, обслуживание внешнего долга требует конвертирования соответствующих сумм в иностранную валюту, что негативно влияет на уровень валютных резервов НБУ.

Принимая во внимание также выплаты основной суммы долга, или амортизации, которые не отражаются в бюджете и находятся «под чертой», можно оценить общий размер ресурсов, которые необходимо иметь правительству для осуществления всех выплат<sup>6</sup>. Следующий рисунок демонстрирует динамику таких общих «финансовых требований» на протяжении последних пяти лет.

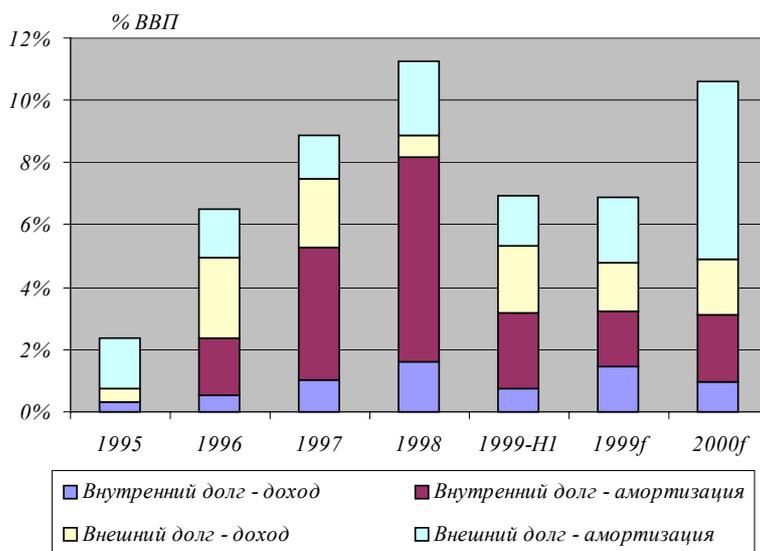
---

<sup>5</sup> В конце 1997 года средневзвешенная ставка доходности по ОВГЗ составляла 46%, в июле 1998 года — 67%. Еврооблигации, выпущенные в феврале-марте 1998 года, имели валютную доходность на уровне 16-19% годовых.

<sup>6</sup> Более «полная» картина должна включать также величину первичного баланса бюджета. В том случае, если существует первичный дефицит бюджета, т.е. расходы без учета обслуживания долга превышают доходы, финансовые требования увеличиваются на соответствующую сумму.

**Рисунок 4. Расходы бюджета на обслуживание долга**

Источник: данные Министерства финансов Украины.

**Рисунок 5. Обслуживание государственного долга Украины в 1995-2000 гг.**

Источник: Данные Министерства финансов Украины.

Наибольший размер потребностей финансирования до настоящего момента приходился на 1998 год и был вызван, в первую очередь, большими выплатами по внутреннему долгу (ОВГЗ), которые также сопровождалось оттоком иностранного капитала и уменьшением валютных резервов НБУ. Как известно, это стало причиной финансового кризиса и привело к необходимости реструктуризации внутреннего долга. В 1998-1999 годах правительство реструктуризировало большую часть выплат по ОВГЗ (на сумму около 3,5 млрд. грн. для рези-

дентов и 7,259 млрд. грн. для НБУ), в том числе проведя конверсию части внутреннего долга во внешние инструменты (более 4 млрд. грн.). Это существенно снизило нагрузку на 1999 год, однако уже в 2000 году выплаты по внешнему долгу должны составить 2423 млн. долл. (без учета выплат НБУ в пользу МВФ).

При крайне низких валовых валютных резервах НБУ, которые на конец июня 1999 года составляли 1120 млн. долл., естественным образом встает вопрос об источниках финансирования долга в 2000 году. Для изучения этого вопроса была построена модель, позволяющая получить оценки финансовых требований и необходимых источников финансирования правительства.

### **3. Сценарий обслуживания государственного долга Украины в 2000 году**

#### **3.1. Описание структуры модели**

Эконометрическая модель обслуживания долга построена на месячной основе и использует данные о денежных поступлениях и денежных расходах государственного бюджета Украины, величине дефицита, расходах бюджета на обслуживание долга, графике выплат дохода и основной суммы внутреннего и внешнего долга. В основе модели лежат следующие оценки и уравнения.

1. Общая величина финансовых требований определяется как все затраты на обслуживание государственного долга, которые необходимо осуществить правительству, плюс величина первичного баланса бюджета, с учетом разделения этих требований на внешние (в иностранной валюте) и внутренние. К затратам на обслуживание долга относятся: погашения ОВГЗ и еврооблигаций, выплаты основной суммы и процентов по кредитам, оплата гарантий, выданных правительством экономическим субъектам, погашение долга в соответствии с межправительственными соглашениями и др., не включая обязательства НБУ по отношению к МВФ.

$$\mathbf{FinreqH} = \mathbf{cashrev} - \mathbf{cashexp} + \mathbf{ddrepay} + \mathbf{idd},$$

$$\mathbf{Finreq\$} = \mathbf{fdrepay} + \mathbf{idf},$$

$$\mathbf{Finreq} = \mathbf{FinreqH} + \mathbf{Finreq\$} * \mathbf{exrate},$$

где:

**FinreqH** — потребности в финансировании в гривнах,

**Finreq\$** — потребности в финансировании в иностранной валюте (долларах),

**cashrev** — денежные доходы государственного бюджета (без приватизации),

**cashexp** — денежные расходы государственного бюджета, не включающие обслуживание долга,

**ddrepay** — выплаты основной суммы внутреннего долга (деноминированного в гривнах),

**idd** — выплаты дохода по внутреннему долгу,

**fdrepay** — выплаты основной суммы внешнего долга,

**idf** — выплаты дохода по внешнему долгу,

**exrate** — обменный курс гривны к доллару США.

2. Величины денежных поступлений и расходов бюджета определяются в эконометрической модели на основе оценки отношения этих величин к ВВП на историческом периоде:

$$\text{cashrev} = f_1(\text{PY}), \text{cashexp} = f_2(\text{PY}),$$

где:

**PY** — номинальный ВВП.

Прогноз номинального ВВП на 1999 и 2000 годы берется из месячной модели инфляции и номинального ВВП.

3. В качестве источников финансирования рассматривается, в первую очередь, Национальный банк, который финансирует правительство путем покупки ОВГЗ на первичном рынке, либо осуществляя другие квази-фискальные операции, которые могут быть приравнены к такому участию на первичном рынке ОВГЗ. Модель работает при заданных ограничениях на (экзогенные) параметры денежной базы (**mbase**) и уровня валовых валютных резервов НБУ (**grossr\$**). При этом объем финансирования правительства со стороны НБУ (**TBillsNBU**) определяется максимально возможным при данных ограничениях приростом величины чистых кредитов правительству (**NCG**):

$$\begin{aligned} \text{TBillsNBU} - \text{NBURepay} &= \text{D(NCG)}, \\ \text{D(NCG)} &= \text{D(mbase)} - \text{D(NFA)}, \\ \text{D(NFA)} &= \text{d(grossr\$*exrate)} - \text{IMF*exrate}, \end{aligned}$$

где:

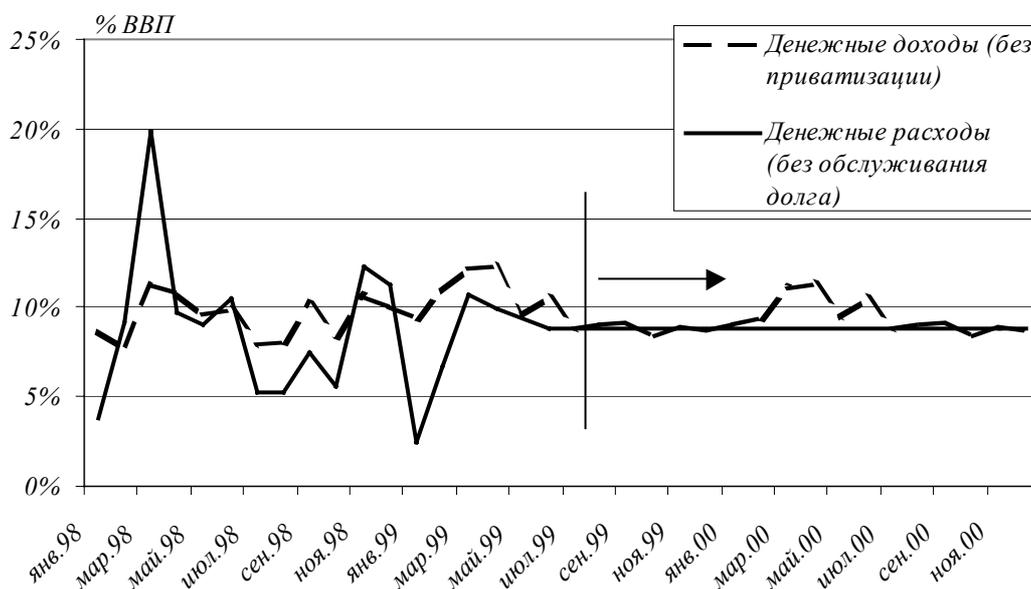
**NBURpay** — объемы выплат Национальному банку Украины,

**D(x)** =  $x - x(-1)$ , — приращение величины  $x$ ,

**NFA** — чистые валютные резервы НБУ,

**IMF** — чистые кредиты Международного валютного фонда Национальному банку Украины.

**Рисунок 6. Прогноз доходов и расходов государственного бюджета на 1999-2000 гг.**



Источник: авторские расчеты.

4. Все потребности в финансировании должны быть покрыты из внутренних и внешних источников, в том числе за счет НБУ, покупки ОВГЗ банками, приватизации и иностранных кредитов. Другие источники финансирования (кроме НБУ) в модели принимаются совокупно и определяется как «потребности в финансировании из других источников»:

$$\mathbf{Fin} = \mathbf{Finreq} = \mathbf{TBillsNBU} + \mathbf{FinGap},$$

где:

**Fin** — необходимое финансирование,

**FinGap** — потребность в дополнительном (помимо НБУ) финансировании.

В наших расчетах в качестве предположений задавался граничный рост денежной базы 28% и размер валовых валютных резервов на конец 2000 года 1200 млн. долл. Предположения о росте денежной базы были основаны на заданном показателе инфляции, полученном с помощью месячной эконометрической модели инфляции.

Проведенные расчеты показывают, что в 2000 году внутреннее финансирование НБУ может составить только 5115 млн. грн., или 32,2% всех потребностей в финансировании. Это говорит о том, что за счет НБУ правительство сможет профинансировать лишь свои внутренние потребности, которые составляют 4337 млн. грн. Потребности в финансировании из других источников, таким образом, составят 10746 млн. грн. или 1967 млн. дол.

**Таблица 7. Сценарий обслуживания долга в 1999-2000 гг.**

	<b>1998</b>	<b>1999*</b>	<b>2000*</b>
Денежные доходы гос. бюджета	9 791	12 454	13 737
Денежные расходы гос. бюджета	9 382	11 040	12 956
Обслуживание долга (доход)	2 424	3 837	4 947
Внутреннего	1 663	1 878	1 572
- выплаты НБУ	-	516	969
Внешнего	761	2 014	3 375
Внешнего, млн. долл.	-	503	629
Денежный дефицит бюджета	2 015	2 424	4 166
Амортизация внутреннего долга	6 814	2 224	3 546
- выплаты НБУ	-	149	1 607
Амортизация внешнего долга	2 424	2 755	8 149
Млн. долл.	-	665	1 505
Потребности в финансировании	11 253	7 457	15 861
Внутренние	8 068	2 689	4 337
Внешние	3 185	4 768	11 524
Внешние, млн. долл.	-	1 168	2 134
Денежная база	8 625	11 213	14 352
% изменения	22%	30%	28%
Чистые внутренние активы	15 472	16 083	18 622
Чистые иностранные резервы	-6 847	-4 870	-4 270
Валовые валютные резервы, млн. долл.	685	1 320	1 200
Финансирование	11 402	7 457	15 861
Внутреннее	8 157	1 781	5 115
НБУ	-	1 781	5 115
Внешнее	821	5 959	10 746
Внешнее, млн. долл.	-	1 338	1 967
Номинальный ВВП	103 869	127 429	164 764
Обменный курс (средний за год) грн./долл. США	2,5	4,2	5,5

\* Прогноз.

Источник: авторские расчеты.

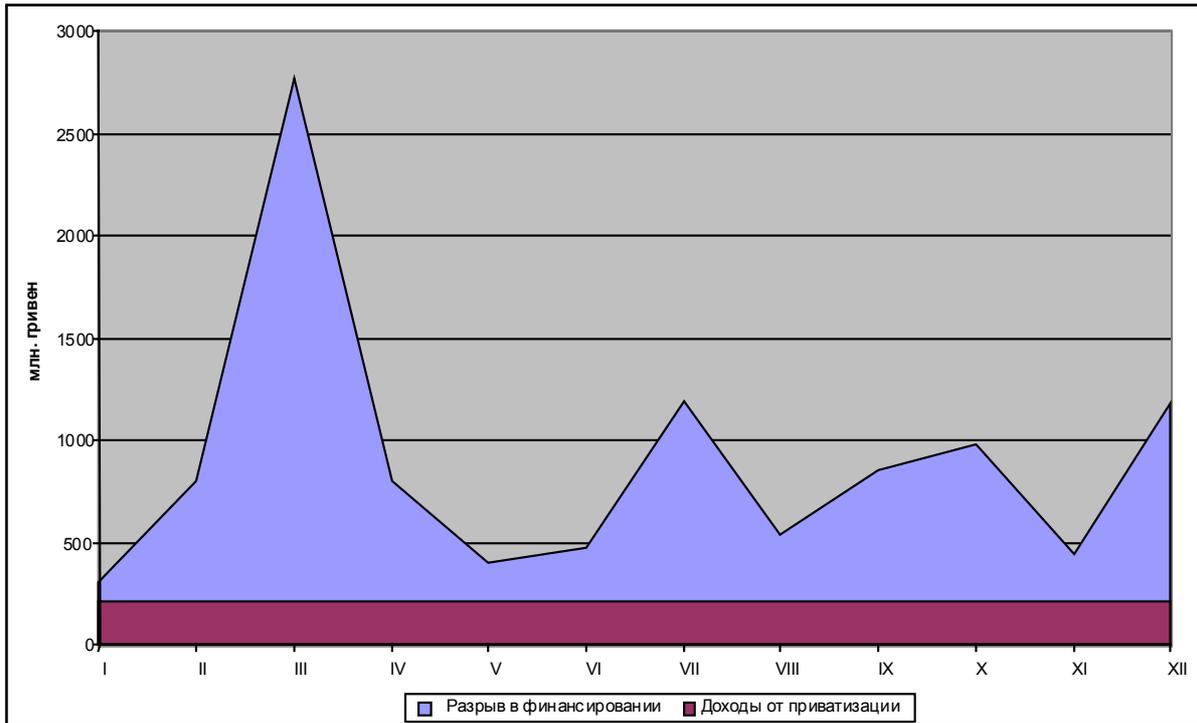
#### **4. Возможности выхода из долговой ловушки**

После сравнения расходов на обслуживание публичного долга с реальными финансовыми возможностями Украины, то есть с действительными (денежными) доходами бюджета, четко видно, что бюджет не в состоянии взять на себя все бремя обслуживания долга в приближающемся 2000 году. Этот факт не может радикально изменить даже теоретически возможное сокращение некоторых статей бюджетных расходов. После внимательного анализа бюджетных расходов становится ясно, что практически невозможно «сэкономить» какие-либо значительные средства, без проведения основательных структурных реформ, рассчитанных на несколько лет. Это означает, что в течение 2-3 лет нельзя надеяться (даже при желании правительства, парламента и президента) на превышение доходов над расходами на таком уровне, который позволит погасить ранее взятые обязательства. Практически единственным источником «дополнительных» средств в 2000 году могут быть доходы от приватизации. Согласно прогнозу Министерства финансов, доходы государственного бюджета году от приватизации в 2000 должны составить 2500 млн. гривен.

Как видно на рисунке 7, прогнозируемые доходы от приватизации на 2000 год, даже если они будут получены, не обеспечат более чем 23 % потребностей в дополнительном финансировании. Поэтому правительство, под давлением угрозы по невыполнению обязательств (дефолт), решилось начать работу над «чрезвычайной» приватизационной программой. Стоимость имущества, остающегося под государственным контролем, позволяет без особых трудностей получить такие доходы от приватизации, которые позволят погасить обязательства, взятые прежде. В таком случае остается одна проблема — недостаток времени. Чтобы выиграть несколько дополнительных месяцев, правительство подготавливает приватизационные облигации. Предполагается, что они будут обмениваться на акции приватизированных предприятий, в том числе, и главным образом, телекоммуникационного и электроэнергетического сектора. Планируется, что приватизационные облигации будут покупаться в основном нерезидентами. В рамках этой программы правительство рассчитывает получить 800 млн. долларов США. Но как же все-таки убедить потенциальных инвесторов, что после перечисления живых наличных денег акции «Укртелекома» попадут в их портфели? С начала процесса трансформации власти Украины никогда не изъявляли особого желания приватизировать государственное имущество. Украинское общество также неблагоприятно относится к приватизации. При опросе общественного мнения против приватизации «Укртелекома» решительно

высказалось 60% респондентов, и лишь 10% опрошенных поддержали ее<sup>7</sup>. Как же можно реализовать программу приватизации вопреки воле общества и при сильной оппозиции значительной части законодательной и исполнительной власти?

### Рисунок 7. Прогноз доходов бюджета от приватизации и разрыв в финансировании в 2000 году\*



\* К сожалению, официальный прогноз доходов бюджета от приватизации не содержит детального графика продажи имущества по месяцам 2000 г. Поэтому мы представляем на графике доходы от приватизации, поделенные на 12 равных частей.

Источник: авторские расчеты; данные Министерства финансов Украины.

Доходы бюджета от приватизации никогда не превышали 540 млн. гривен. Возможно ли при таком положении вещей убедить кого-либо, что за отданные наличные деньги он вскоре получит акции самых лучших украинских предприятий? Надежды правительства, по нашему мнению, выглядят мало реальными. В пользу положительного решения вопроса можно отнести лишь тот факт, что никогда до сих пор не возникала такая острая необходимость получения дополнительных бюджетных доходов. Единственным шансом остается обмен сомнительных векселей на сомнительные приватизационные облигации, то есть объ-

<sup>7</sup> «Kyiv Post, Business», 01.07.99.

единение конверсии векселей, срок выкупа которых приходится на 2000 год, с заменой на приватизационные купоны.

Крайне важной финансовой проблемой для Министерства финансов является поиск средств на покрытие платежного «пика», который приходится на первый квартал 2000 г. В этот период Министерство финансов должно заплатить 740 млн. долл. США. При нынешних возможностях бюджета и уровне валютных резервов НБУ нет никаких шансов на своевременное возвращение этих средств. Вероятнее всего, в конверсии мартовских облигаций должны помочь готовящиеся приватизационные облигации.

Очередной, требующей размышления, возможностью избежания невыполнения обязательств (дефолта) является получение значительных средств от международных финансовых институтов. Однако мало реально, чтобы Всемирный банк и Международный валютный фонд решились на передачу средств более крупных, чем этого требует пролонгирование их текущих кредитов. Тем более что вряд ли можно надеяться, что после президентских выборов власти Украины решатся на смелый поворот в сторону реформирования страны.

Наши расчеты свидетельствуют о том, что в 2000 году не обойдется без «добровольной» конверсии долга. Такой сценарий уже был испробован в июле 1999 года в переговорах с банком ING. В результате достигнутой договоренности Министерство финансов согласилось погасить 20% суммы обязательств, обменивая остальные 80% на еврооблигации, деноминированные в немецких марках со сроком выкупа в марте 2001 года и с 16% ставкой возврата. Это означает, что проблема платежа в 2000 году частично будет передвинута на 2001 год.

Принудительную реструктуризацию без объявления о невыполнения обязательств (дефолта) фактически поддерживает Международный валютный фонд, который не хочет допустить возникновения ситуации, при которой обязательства перед иностранными банками покрывались бы из средств, получаемых в очередных траншах программы *EFF*. Международный валютный фонд четко дает понять, что возможное объявление невыполнения обязательств не повлияет на ход сотрудничества этой организации с украинским правительством. Таким образом, на Украине угроза объявления дефолта будет исполнять роль пистолета, приставленного к голове кредитора, который соглашается на «добровольную» реструктуризацию долга, а не к голове должника, и с этой точки зрения он прекрасно помогает во время проведения переговоров. Если такая тактика не даст ожидаемых результатов, остается только приготовиться к проведению угрозы к исполнению.

- 
- 165 Михаил Дмитриев, Елена Потапчик, Ольга Соловьева, Сергей Шишкин, *Экономические проблемы реформы здравоохранения в России*
- 
- 166 Михаил Дмитриев, Дмитрий Помазкин, Оксана Синявская, Андрей Столяров, *Финансовое состояние и перспективы реформирования пенсионной системы в Российской Федерации*
- 
- 167 Ondrej Schneider, *Implicit Public Debt of the Czech Social Security System*
- 
- 168 Marek Styczeń, *Socio-Demographic Forecast of Poland, 1997-2050, for Modeling Incomes and Social Security Retirement Pensions*
- 
- 169 Joanna Siwińska, *The External Public Debt of Baltic and Selected CIS Countries in Years 1992-1997*
- 
- 170 Gerhard Fink, Peter R. Haiss, Lucjan T. Orłowski, *Privilege Interim/Bank Relationship in Central Europe: Trigger or Tap for Corporate Governance*
- 
- 171 Małgorzata Markiewicz, Urban Górski, Marta Dekhtiarчук, *Monetary Policy in Ukraine in 1996-1999*
- 
- 172 Павел Ковалёв, Алексей Шаповалов, *Основные тенденции фискальной политики на Украине в 1994-1998 гг.*
- 
- 173 Magdalena Tomczyńska, *European Union Financial Transfers to Applicant Countries*
- 
- 174 Роберт Брудзыньски, Марек Домбровски, Роман Могилевский, *Экономический кризис в Кыргызстане в конце 1998 года. Причины и пути выхода*
- 
- 175 Mateusz Walewski, *A Short Play on the Idea of the Laffer Curve in Transition Economies*
- 
- 176 Марек Гура, Михал Рутковски, *В поисках реформы пенсионной системы в Польше: «Безопасность в разнообразии»*
- 
- 177 Georges de Menil, Stephane Hamayon, Mihai Seitan, *Romania's Pension System: The Weight of the Past*
- 
- 178 Katarzyna Zawalińska, *Agriculture of the Czech Republic, Hungary and Poland in Perspective of Joining Common Agricultural Policy — With Some Fiscal Remarks*
- 
- 179 Казимеж Клёц, *Банковские системы Украины, Кыргызстана и Грузии в 1991–1998 годах. Институциональный анализ*
-

- 
- 180 Pavel Štěpánek, Ondřej Schneider, *Present and Future Fiscal Policy Problems in the Czech Republic*
- 
- 181 Кшиштоф Поломски, *Налоговые системы ряда стран с переходной экономикой* (также на английском языке)
- 
- 182 Stanisław Gomułka, *Comparative Notes on Pension Developments and Reforms in the Czech Republic, Hungary, Poland and Romania*
- 
- 183 Eugeniusz Kwiatkowski, Paweł Kubiak, Tomasz Tokarski, *Procesy dostosowawcze na rynku pracy jako czynnik konsolidacji reform rynkowych w Polsce*
- 
- 184 Mateusz Walewski, *Restrukturyzacja tradycyjnych branż przemysłowych w krajach Europy Zachodniej — wybrane przykłady*
- 
- 185 Katarzyna Zawalińska, *Asset and Liabilities Management*
- 
- 186 Małgorzata Jakubiak, Tomasz Tokarski, Paweł Kaczorowski, Joanna Siwińska, *Private, Public and Foreign Savings*
- 
- 187 Barbara Liberda, *Household Saving in Poland*
- 
- 188 Wojciech Maliszewski, *VAR-ing Monetary Policy*
- 
- 189 Urszula Sztanderska, Jacek Liwiński, *Koszty pracy a tworzenie miejsc pracy*
- 
- 191 Роберт Брудзыньски, Павел Ковалёв, *Государственный долг Украины и возможности его обслуживания в 1999-2000 годах*
- 
- 192 Артур Радзивилл, Октавиан Щербацки, Константин Заман, *Финансовый кризис в Молдове — причины и последствия* (также на английском языке)
- 
- 193 Tytus Kamiński, *Zachowania przedsiębiorstw sprywatyzowanych*
- 
- 194 Marek Jarociński, *Strategie rynku pracy w wybranych krajach*
- 
- 195 Wiesław Karsz, *Skala i instrumenty pomocy publicznej ukierunkowane na problemy związane z rynkiem pracy*
- 
- 196 Stanisława Golinowska, Małgorzata Antczak, Jacek Liwiński, *Polityka edukacyjna a rynek pracy*
- 
- 197 Artur Radziwiłł, *Perspektywy zróżnicowania regionalnego bezrobocia w Polsce*
- 
- 198 Marek Домбровский, *Последствия российского финансового кризиса для соседних стран*
-