

точнее, чем в плановой экономике.

Литература

1. *Жириновский В.В.* Социология мировых цивилизаций: учебное пособие для вузов. – М.: Академический проект, 2014 г. – 608 с.
2. *Сидоров М.Н.* Направления развития финансовой системы России / URL: http://www.muiv.ru/vestnik/pdf/eu/eu_2012_2_73_77.pdf

Other economic policy

The article argues that it is time for the state, not for the market to create. There is a need a constant inflow of new forces, thoughts, ideas on the basis of open political race for voters, for the improvement of their life and strengthening of the state in public administration. In recent years the economic situation was stabilized in the country. At this stage, Russia needs a full four parties, or five as maximum. The state Duma reports usually by the amount of passed laws, but it is necessary that the report contained the analysis of the effectiveness of the passed laws.

Keywords: public administration, political race, voter, economic situation, laws.

Vladimir Vol'fovich Zhirinovsky, doctor of philosophical Sciences, the Chairman of liberal-democratic party of Russia (LDPR)

СЦЕНАРНЫЙ АНАЛИЗ ИСПОЛНЕНИЯ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ УКРАИНЫ ПЕРЕД РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИЕЙ

*Денис Олегович Ковалев, аспирант, кафедра финансов и кредита
e-mail: egodens@me.com*

*Андрей Николаевич Бродунов, канд. экон. наук,
кафедра финансов и кредита, доц.,
e-mail: abrodunov@miemp.ru
Московский университет имени С.Ю. Витте
<http://muiv.ru>*

Статья посвящена анализу долговых обязательств Украины. Основная тема статьи – это обязательства перед Россией и то, насколько Украина в состоянии обслуживать свои внешние и внутренние долги.

Рассмотрев данные по долговым обязательствам Украины, авторы провели анализ возможных сценариев развития событий, связанных с суверенным долгом Украины и последствий для Российской Федерации в случае технического дефолта. Проанализировав экономическую ситуацию на Украине, авторы также пришли к пониманию того, что Россия, как ближайший ее партнер, заинтересована в стабилизации экономики Украины с учетом национальных интересов РФ на рынке долгового капитала.

Ключевые слова: долговые ценные бумаги, суверенные обязательства по ЦБ, финансовый рынок и кредитоспособность страны, долг Украины, структура ВВП, Международный валютный фонд.



Д.О. Ковалев

Уже несколько месяцев продолжается политическое противостояние на Украине, которое ставит множество вопросов, в том числе о факте самого существования этого государства в его современном геополитическом состоянии.

При этом одним из важнейших вопросов, ответ на который требуется получить, является: «Сможет ли Украина выполнить свои обязательства перед Россией в части обслуживания долга по суверенному облигационному займу и какие сценарии развития событий возможны при этом?».

Актуальность данного вопроса связана с тем, что с самого

начала Российская Федерация стала одним из активных участников стабилизации экономической и политической обстановки на Украине, что не могло не наложить отпечаток на состояние финансового рынка страны.

Так, в декабре 2013 года Правительством РФ было принято решение о размещении 15 млрд долларов США из Фонда национального благосостояния в суверенные украинские ценные бумаги (еврооблигации), тем самым, по сути, о выделении кредита Украине. Об этом президент России В.В. Путин заявил по итогам переговоров с президентом Украины В. Януковичем [1].

Напомним, что кредит выделялся с целью «поддержки Россией бюджета Украины». Еврооблигации украинского правительства были размещены на Ирландской бирже (ISE), купон составил 5% годовых, и единственным покупателем всего выпуска стала Россия. В результате первого транша по данным облигациям Россия выкупила еврооблигаций на сумму 3 млрд долл. США. Расходы Украины на организацию выпуска двухлетних еврооблигаций на 3 млрд долл. США составили 500 тыс. долл. США. Их получит лид-менеджер выпуска – VTB Capital.

Из полученных Украиной 3 млрд долл. США средств за счет выкупа Россией украинских еврооблигаций, 750 млн долл. США были возвращены России, остальную сумму правительство Украины направило на социальные выплаты.

Следует отметить, что Россия планировала направить второй транш кредита только после стабилизации политической обстановки на Украине. Но поскольку Ирландская фондовая биржа сделала заявление, что листинг дополнительной эмиссии еврооблигаций Украины на два года на сумму 1 млрд долл. США 984,838 млн. долл. США был ошибочным, Украина отказалась от выпуска евробондов на сумму 2 млрд долл. США, ранее планировав разместить их на ISE. Одновременно биржа отмечает, что именно по причине несвоевременной эмиссии еврооблигаций было отменено их включение в общий биржевой список. На официальном сайте биржи подтверждается сообщение о том, что эмитент выпускать бумаги не будет, хотя Центробанк Ирландии одобрил и сделал публичным проспект эмиссии евробондов Украины от 17 февраля.



А.Н. Бродунов

В свою очередь, если договоренности с РФ были бы или все-таки будут исполнены, то доля долга, оформленного через еврооблигации, может вырасти в структуре общего внешнего госдолга Украины примерно до 80%.

Помнить об этом важно с точки зрения того, что на текущий момент социально-экономическая ситуация на Украине стремительно ухудшается – де-факто страна расколота по культурно-историческому принципу и, как никогда, близка к финансовой катастрофе и распаду. Так, по официальным оценкам государственного комитета статистики Украины, ВВП падает на 1,5–2%, промышленное производство сжимается на 5,5%, в целом ряде наукоемких отраслей обрабатывающей промышленности спад производства превышает 15–20%, капиталы стремительно утекают из страны, капитальные вложения в экономику падают на 15%.

Таблица 1

Динамика общего государственного долга и ВВП Украины с 2010 по 2014 годы
(в млн грн.)

| Государственный долг (всего) | | | | Номинальный ВВП | | | | Соотношение (госдолг / ВВП) |
|------------------------------|------------|---------|--------|-----------------|---------|--------|-------|-----------------------------------|
| на 01.01.2010 | 31688 5 | | | за 2009 | 913345 | | | |
| на | 43223 | +115351 | +36,4% | за | 1082569 | +16922 | +18,5 | 39,9% |

| | | | | | | | | |
|------------------|------------|--------|--------|------------|---------|-------------|------------|-------|
| 01.01.2011 | 5 | | | 2010 | | 4 | % | |
| на 01.01.2012 | 47312 2 | +40886 | +9,5% | за 2011 | 1316600 | +23403 1 | +21,6 % | 35,9% |
| на 01.01.2013 | 51551 1 | +42389 | +9,0 % | за 2012 | 1408889 | +92289 | +7,0% | 36,6% |
| на 01.01.2014 | 58411 4 | +68604 | +13,3% | за 2013 | 1454931 | +46042 | +3,3% | 40,1% |

В декабре государственный долг уже вырос на 6,3% и составил 73 млрд долл. США (41% от ВВП). Украину в ближайшее время ждут достаточно большие выплаты и без новых займов. При этом следует учесть, что деньги, которые выделяет Россия – короткие.

Украина все стремительней теряет свою платежеспособность: размер золотовалютных резервов страны уменьшился с 36 до 14 млрд долл. США с 2011 г. по март 2014 года, тогда как размер одного лишь внешнего государственного долга превысил планку в 37 млрд долл. США и продолжает расти. Тогда как совокупный внешний долг всего государства (с учетом компаний и банков) составляют более 133 млрд долл. США, со времен кризиса 2008 года он вырос практически на 70% и продолжает обновлять исторические максимумы, сводя кредитоспособность и платежеспособность Украины практически к нулю.

Полностью структура государственного и гарантированного государством долга, по данным Министерства финансов Украины на 01.02.2014 г., показана в таблице 2.

Таблица 2

Анализ внутреннего и внешнего долга Украины (в млн грн.)

| (в млн грн) | внешний | | внутренний | | всего | |
|----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|-------|
| Государственный долг | 222422,0 | 38,0% | 257710,6 | 44,0% | 480132,6 | 82,0% |
| Гарантированный долг | 76159,3 | 13,0% | 29006,6 | 5,0% | 105165,9 | 18,0% |
| Совокупный | 298581,3 | 51,0% | 286717,2 | 49,0% | 585298,5 | 100,0 |

В 2014 году Украина должна погасить 16,3% из более 60 млрд долл. США государственного долга. Речь идет о задолженности перед кредиторами порядка 9,78 млрд долл. США. Внешний долг в этих выплатах составляют 6 млрд долл. США, из него 3,6 млрд долл. США – перед МВФ.

Напомним, что, согласно договоренности между Россией и Украиной, Российская Федерация должна была разместить кредитные средства в размере 15 млрд долл. США. Деньги должны размещаться в ценных бумагах. Первый транш – 3 млрд долл. США – подписан 27 декабря 2013 года. Выплаты по нему должны пройти 20 декабря 2015 года. Кроме того, Украина должна будет выплатить по обязательствам перед МВФ в 2015 году порядка 1,5 млрд долл. США. Только в январе текущего года украинское правительство уже перечислило МВФ более 620 млн долл. США, а в феврале страна должна выплатить порядка 360 млн долл. США по обязательствам перед фондом.

На текущий момент ситуация на Украине находится на критической отметке, а динамика соотношения государственного долга и ВВП не позволяет говорить об ее улучшении.

Определенный интерес представляют результаты сравнительного анализа роста государственного долга Украины и ее ВВП. Как видим, госдолг пока что еще далеко не дотягивает до годового ВВП, оставаясь в диапазоне 30–40%.

Международное рейтинговое агентство Moody's ожидает, что отношение госдолга Украины к ВВП по итогам 2014 года может составить 55–60% при 40,5% на конец прошлого года. Об этом агентство сообщило 4 апреля, объявляя о понижении украинского кредитного рейтинга до Саа3 (лишь на две ступени выше рейтинга при дефолте). Столь резкое увеличение долговой нагрузки Moody's объясняет тремя факторами: значительным дефицитом бюджета (около 6% от ВВП в текущем году), девальвацией гривны на 20–30% (значительная часть украинского госдолга

номинирована в иностранной валюте) и ожидаемым падением ВВП на 5–10%. Прогнозные диапазоны по снижению ВВП и по коэффициенту «долг/ВВП» учитывают сложную геополитическую обстановку после присоединения Крыма к России.

Агентство Moody's ожидает, что внутривалютные риски на Украине будут оставаться высокими, учитывая грядущие президентские выборы и риск досрочных парламентских выборов в текущем году. Кроме того, агентство видит «существенный риск дальнейшей дестабилизации восточных и южных областей Украины». Если угрожающий перерасти в вооруженное противостояние общественно-политический кризис не будет немедленно и реально урегулирован, дефолт, вероятнее всего, станет неизбежным. Вопрос лишь во времени и остроте последствий.

Общее долговое бремя Украины перед Россией, которое может быть предъявлено к взысканию, составляет 16,6 млрд долл. США: 3 млрд долл. США из этой суммы составляет облигационный займ, накопленная задолженность за поставки газа в размере 2,2 млрд долл. США и то, что Россия рассматривает в качестве неполученного российским бюджетом дохода, связанного с денонсацией «харьковских соглашений». В общей сложности это порядка 11,4 млрд долл. США.

По обязательствам за поставку газа и штрафам за нарушение соглашений по тому же газу в России принято решение об отсрочке Украине по истребованию долга. Сроки данной отсрочки не определены, но, вероятнее всего, отсрочка будет действовать до выборов Президента и нового правительства Украины.

По вопросу долга по еврооблигациям существуют другие механизмы воздействия на Украину. В арсенале российского правительства есть определенные условия в виде важной фразы (ковенант), указанной в 200-страничном проспекте еврооблигаций. Согласно проспектам двухлетних еврооблигаций, которые были выкуплены Россией, говорится, что, пока данные долговые бумаги находятся в обращении, Украина «обязуется поддерживать общий объем госдолга и долга, гарантированного государством, на уровне не более 60% от годового номинального ВВП».

Из представленных выше данных следует, что на конец 2013 года этот коэффициент составлял 40,5%, но при текущей быстрой девальвации курса гривны и вероятного падения ВВП, вследствие нестабильной политической обстановки на Украине вполне вероятно, что данный коэффициент может значительно вырасти.

Если Украина окажется в ситуации, когда не сможет обслуживать внешние долговые обязательства, это будет означать ускорение значительной девальвации курса гривны и будет иметь тяжелые последствия для украинской экономики. Вследствие этого коэффициент соотношения «долг/ВВП» может перевалить за 60%, что будет являться нарушением бюджетного кодекса Украины (ст.18., п.2). Это может привести к техническому дефолту.

Если коэффициент «долг/ВВП» окажется выше 60%, Россия может потребовать соблюдения ковенанта (в соответствии с проспектом эмиссии еврооблигаций), т.е. досрочного погашения долга по еврооблигациям. Коэффициент «долг/ВВП», в том числе, может увеличиться, если Украина сможет привлечь дополнительные кредиты от МВФ, ЕС, США и др., так как будет увеличен внешний долг, причем на довольно существенную сумму.

Например, уже в конце марта 2014 года Международный Валютный Фонд одобрил выделение Украине стабилизационного кредита на 14–18 млрд долл. США. Но при этом МВФ потребовал ввести жесткие экономические реформы (реконструкция монетарной системы, существенные изменения в фискальной политике, энергетическом и финансовом секторе). Часть этих изменений уже вступила в силу, что вызвало негодование у населения Украины.

Исходя из вышеперечисленных причин, риск превышения уровня в 60% по коэффициенту «долг/ВВП» существенно велик. Если это все-таки произойдет, Россия может потребовать досрочного погашения еврооблигаций.

Украина, в свою очередь, также может применить действия, позволяющие вообще не отвечать перед Россией по обязательствам, сформированным в период президентства В. Януковича.

Вновь сформированное украинское правительство может сослаться на «доктрину одиозных долгов» (*odious debts*), для того чтобы выполнить обязательства по еврооблигациям. Согласно этой концепции новое правительство, считающее себя демократическим, а прежние власти – коррумпированной диктатурой, может отказаться от долгов прежнего режима. Но для этого Украине нужно доказать, что займы, привлеченные правительством, были направлены на поддержание режима диктатуры либо на личное обогащение чиновников. Даже правительство Ирака в период после свержения «режима Саддама Хусейна» не обратилось к концепции «одиозных долгов», а реструктурировало долги «диктаторского режима» в рамках Парижского клуба.

Думается, что вероятность такого развития событий исключать нельзя. Вновь сформированные власти Украины при содействии стран ЕС и США довольно быстро «разоблачат» и продемонстрируют, как правительство В. Януковича присваивало себе международные займы, которые формировала Украина. Примером этому могут быть санкции по аресту иностранных счетов ряда чиновников. Вероятнее всего именно эти счета и будут являться частичным доказательством присвоения денежных средств «диктаторским режимом». Вместе с тем, если Украина откажется возвращать долг на основании данной концепции, в дальнейшем ей будет сложно получить дополнительные внешние кредиты на международном долговом рынке, так как в вышеописанном случае долги не будут возвращены не только России, но и МВФ, а также другим держателям еврооблигаций.

С другой стороны, в случае судебных разбирательств, Россия может не вернуть 3 млрд долл., вложенные в украинские еврооблигации, так как ей будет сложно доказать, что она не подозревала о рисках дефолта. Дело в том, что они были подробно описаны в упомянутом нами проспекте еврооблигаций: «Негативные тенденции в украинской экономике могут продолжиться, если Украина не начнет проводить структурные экономические и финансовые реформы. Если политическая нестабильность сохранится или возрастет, это может оказать негативное влияние на украинскую экономику, в том числе на доступ к международному рынку капитала и возможности заимствования в многосторонних организациях, на стабильность гривны, как результат – может иметь существенное негативное влияние на способность Украины выполнять свои обязательства по облигациям».

Таким образом, чем больше негативных последствий перечислено в проспекте к выпуску облигаций, тем слабее позиции инвестора по взысканию и тем сложнее будет доказать, что риски были неизвестны заранее. При этом точных формулировок происходящего на Украине на юридическом языке пока нет. Обычно, чтобы признать ситуацию форс-мажорной, местная торгово-промышленная палата дает заключение, которое становится основанием для наступления правовых последствий по торговым договорам.

К регулированию сделки по покупке облигаций Украины могут быть применены рекомендации, выработанные Международной торговой палатой по форс-мажорным обстоятельствам. Согласно им сторона может отказаться от своих обязательств, если она докажет, что это связано с препятствиями, которые она не может избежать или контролировать. Под эти критерии подпадают: объявленная или необъявленная война, гражданская война, беспорядки и революции, стихийные бедствия, взрывы, пожары, бойкоты и забастовки. По некоторым из этих признаков события 2014 года на Украине вполне могут подходить под понятие «форс-мажор».

Однако для Украины отказ от обязательств по еврооблигациям также чреват последствиями. Так как украинские еврооблигации выпущены в рамках английского права, на них распространяются общие правила для всех подобных облигаций. Если Украина допустит дефолт по этому выпуску, это автоматически будет означать, что она не сможет платить по другим обязательствам того же уровня. После этого держатели смогут через суд арестовывать имущество Украины за рубежом, а сама страна испортит кредитную историю и гораздо дольше не будет иметь доступа к долговому рынку.

Один из вариантов того, как Украина также может обеспечить выплаты по обязательствам перед Россией, – это применение схемы реструктуризации обязательств. Например, похожая ситуация имела место в Греции в период финансового кризиса в Еврозоне. Величина обязательств Греции составляла более 100% ВВП, и у них не было другого выхода. Суверенный долг же Украины, по сравнению с Грецией, не очень большой – 40% ВВП, и реструктурировать такой госдолг просто неразумно, так как после этого Украине будет очень тяжело в будущем привлекать внешние займы в связи с тем, что потенциальные инвесторы не могут быть уверены в том, что с обязательствами по их займам не поступят похожим образом. Считается, что 40% обязательств в структуре ВВП можно выплатить и обслуживать. А если страна в какой-то момент объявляет дефолт, то разумнее было бы не списывать долги, а применить иную схему реструктуризации, например, переоформить долговые отношения на более длительный период или найти иные способы реформирования долга. В заключение отметим, что экономика Украины сейчас находится в крайне сложном состоянии и стоит на грани дефолта. Россия, как ближайший партнер, всячески способствует стабилизации экономики Украины. Это уменьшит риски негативного влияния на экономику России через финансовые рынки.

Литература

1. Официальный сайт Министерства финансов Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.minfin.gov.ua
2. Информационное агентство «РИА Новости» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.ria.ru
3. Официальный сайт Министерства иностранных дел Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.mid.ru
4. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.minfin.ru

The scenario analysis of execution of debts of Ukraine in front of the Russian federation

The article focuses on the analysis of the Ukrainian debt. The main topic of this article, this commitment to Russia and Ukraine as to service their external and internal debts.

Briefly examined data on debt of Ukraine, the authors conducted an analysis of possible scenarios related to the sovereign debt of Ukraine and the implications for the Russian Federation in the event of technical default. Analyzing the economic situation in Ukraine authors also came to understand that Russia, as a close partner should strongly contribute to the stabilization of the economy of Ukraine, taking into account the national interests of the Russian Federation on the debt capital market.

Keywords: Debt securities, sovereign obligations on securities, financial market and the creditworthiness of the country, Ukraine's debt, the structure of GDP, the International Monetary Fund.

Denis Olegovich Kovalyov; graduate student, chair of finance and credit, Moscow Vite University

Andrey Nikolaevich Brodunov, chair of finance and credit, Candidate of Economic Sciences, associate professor, Moscow Vite University