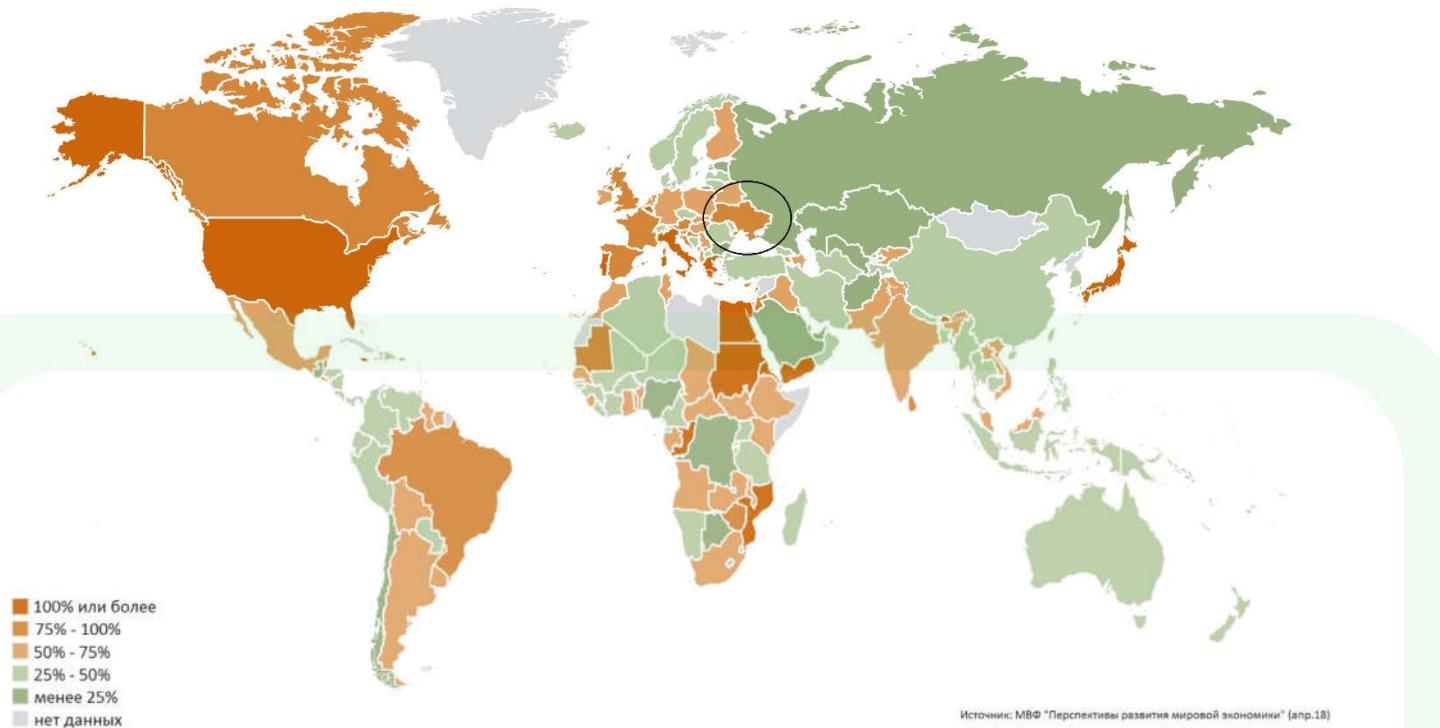


Государственный долг Украины

04.07.2018

Валовый государственный долг (% от ВВП, 2017 г.)



Банк ПИВДЕННЫЙ

Резюме

Крупные внешние платежи в ближайшие годы создают довольно существенные риски для финансовой стабильности Украины. В тоже время, при взвешенной фискальной политике и продолжении проведения структурных реформ, этот период можно пройти относительно безболезненно, но риск роста давления на ставки и замедления роста экономики остается высоким.

Оглавление

Государственный долг Украины	2
Структура долга и предстоящие платежи	2
1. Состояние бюджета	3
2. Золотовалютные резервы	5
3. Положение Украины на внешних рынках	5
Перспективы	6
Дополнительные материалы	8

Государственный долг Украины

Сильнейшая девальвация гривны и экономический спад в 2014-2015 гг. привели к росту доли государственного долга в ВВП Украины с 40% до 80% в 2016 г. (Рис 1). Тем не менее, после возобновления роста экономики, проведения большого количества структурных реформ (банковской, пенсионной, налоговой и т.д.), реструктуризации части долга и снижения дефицита бюджета, соотношение госдолга к ВВП снизилось до 70%, что, впрочем, остается одним из самых высоких показателей в регионе. В тоже время, у таких развитых стран как США и Япония соотношение долга к размеру экономики значительно выше, чем в Украине, а у Германии – примерно на том же уровне (Рис 2). Поэтому помимо размера долга необходимо смотреть еще и на другие факторы при оценке финансового состояния каждой страны, в том числе на возможность рефинансирования. В случае с Украиной, большую тревогу вызывает не столько размер долга, сколько его структура и график платежей. Помимо этого, под большим вопросом остается и возможность стабильного обслуживания в условиях дефицитного бюджета и отчасти экспансионистской фискальной политики, а также ограниченного доступа к внешним рынкам заимствования и растущего дефицита внешней торговли.

Рис 1. Государственный долг Украины

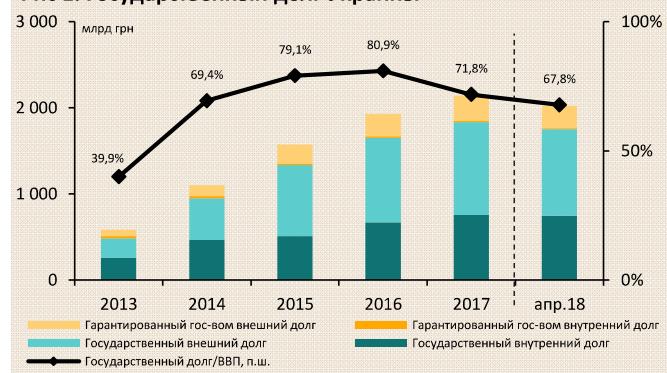


Рис 2. Государственный долг в % от ВВП (2017 г.)



Структура долга и предстоящие платежи

Почти на 60% государственный долг Украины состоит из внешних заимствований (Рис 1), что равняется приблизительно 39 млрд долл, а это более чем в два раза выше текущего уровня валютных запасов страны. Кроме того, еще примерно 4,3 млрд долл – это внутренние заимствования в иностранной валюте (ОВГЗ). Безусловно, из 43,3 млрд долл валютных выплат не все лежит на плечах правительства. Приблизительно 7,4 млрд долл (Рис 3) является долгом НБУ (в основном перед МВФ), и не оказывает непосредственного влияния на бюджет, но эти деньги будут изъяты из золотовалютных резервов при погашении, что является риском для сохранения финансовой стабильности страны.

Если посмотреть на график погашений, то можно сказать, что задача перед Украиной на ближайшие несколько лет стоит непростая (Рис 5). По нашим оценкам, пиковые валютные выплаты припадают на 2018-2019 гг. (приблизительно по 7,5 млрд долл), но если в этом году

Рис 3. Структура валютного долга

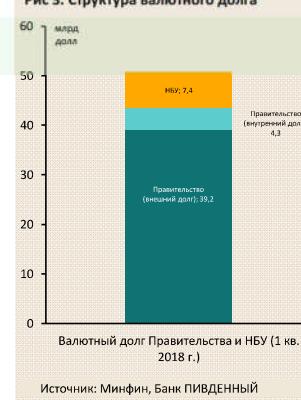
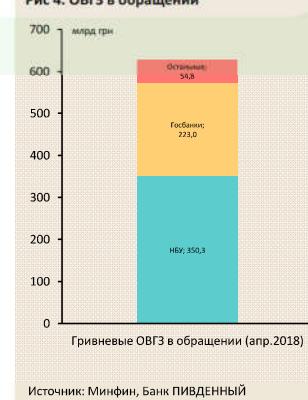


Рис 4. ОВГЗ в обращении



половина всех платежей – это погашения валютных ОВГЗ, которые в принципе могут быть довольно легко перекрыты выпуском новых облигаций, то в следующем году 2/3 всех платежей будут по внешним обязательствам, а рефинансировать их гораздо сложнее, так как неизвестно захотят ли иностранные инвесторы возвращаться в Украину, при этом выпуск дополнительного количества валютных ОВГЗ для рефинансирования ограничен объемом свободной валютной ликвидности на внутреннем рынке.

Кроме того, не следует забывать про ВВП-варранты, выпущенные во время реструктуризации внешнего долга в 2015 г. Если номинальный ВВП превысит 125,4 млрд долл (что вероятно случится уже в этом году), а темпы экономического роста будут выше 3% в 2019 г., то уже в 2021 г. Украине придется платить и по варрантам. При условии сохранения высоких темпов роста (выше 3%), платежи могут составить до 1% от номинального ВВП в 2021-2025 гг. (или приблизительно 1-2 млрд долл). Также есть еще и Еврооблигации госбанков, общий объем погашений которых составит 2,9 млрд долл в период 2021-2025 гг.

Рис 5. График долговых платежей в иностранной валюте



Внутренний долг в национальной валюте занимает порядка 40% общего долга, и в целом не вызывает опасений. Несмотря на большой объем гривневых ОВГЗ в обращении (около 625 млрд грн), 56% всех бумаг находятся в собственности НБУ (Рис 4), и в крайнем случае могут быть реструктуризованы без значительного удара по репутации

Украины как заемщика. Кроме того, в прошлом году уже был проведен репрофайлинг этих бумаг, в результате чего основные объемы погашений были перенесены на более дальние сроки, и теперь платежи равномернее распределены по годам (Рис 6). Наконец, 36% всех гривневых гособлигаций в обращении находятся в собственности государственных банков (львиная доля была выпущена для докапитализации этих банков), так что фактически выходит, что обязательства правительства перед рынком составляют всего 55 млрд грн или 9% от общего портфеля ОВГЗ в национальной валюте. Принимая во внимание структурный профицит ликвидности в банковской системе, участники рынка с очень высокой

Рис 6. График погашений гривневых ОВГЗ*



вероятностью будут перевкладываться в новые бумаги по мере погашения старых.

В результате, становится очевидным, почему основное внимание на данный момент сосредоточено именно на валютных обязательствах, успех в обслуживании которых будет зависеть от (1) состояния бюджета и (2) золотовалютных резервов, а также (3) положения Украины на внешнем рынке заимствований.

1. Состояние бюджета

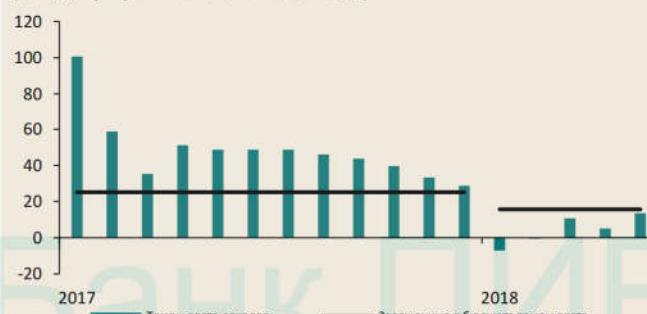
В Украине бюджет исторически сводится с дефицитом каждый год, и для компенсации разрыва между доходами и расходами используются в основном заимствования, внутренние и внешние (Рис 7). Помимо покрытия дефицита бюджета, заимствования должны еще и перекрывать расходы на погашение и обслуживание

Рис 7. Дефицит бюджета и его финансирование



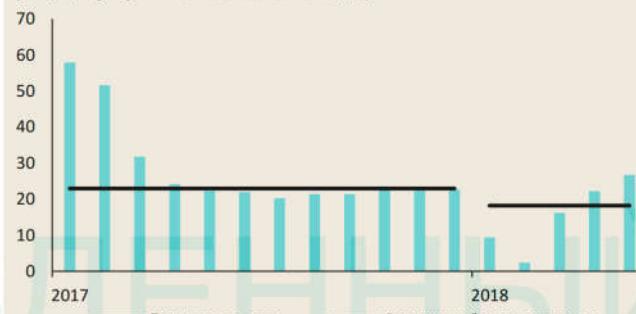
старых долгов (в прошлом году 13% расходов бюджета составляли расходы на обслуживание долга, без учета погашений). Поэтому на протяжении уже многих лет мы видим уверенный рост государственного долга в номинальном выражении. Учитывая пиковые выплаты в ближайшие годы, которые означают высокие расходы на обслуживание долга, для Украины как никогда важно вести взвешенную фискальную политику, чему в значительной степени может помешать рост популизма в преддверии приближающихся выборов. Так, последствия недавнего повышения пенсий и минимальной зарплаты уже отразились на расходах бюджета за пять месяцев этого года (Рис 9), которые подскочили на 26,6% г/г, заметно опередив заложенный в бюджет темп роста в +18%. При этом, плановый показатель роста доходов (+16% г/г) оказался чересчур оптимистичным, и фактически по результатам 5 месяцев рост составляет 13,5% г/г (Рис 8) из-за более низких, чем ожидалось, поступлений от акцизов, НДС, рентных платежей и прибыли НБУ. Такими темпами дефицит бюджета может оказаться выше плана (2,5% ВВП или 82 млрд грн), что потенциально означает дополнительный спрос на заемные ресурсы.

Рис 8. Доходы бюджета (% г/г, кумулятивно с начала года)



Источник: Минфин, Банк ПИВДЕННЫЙ

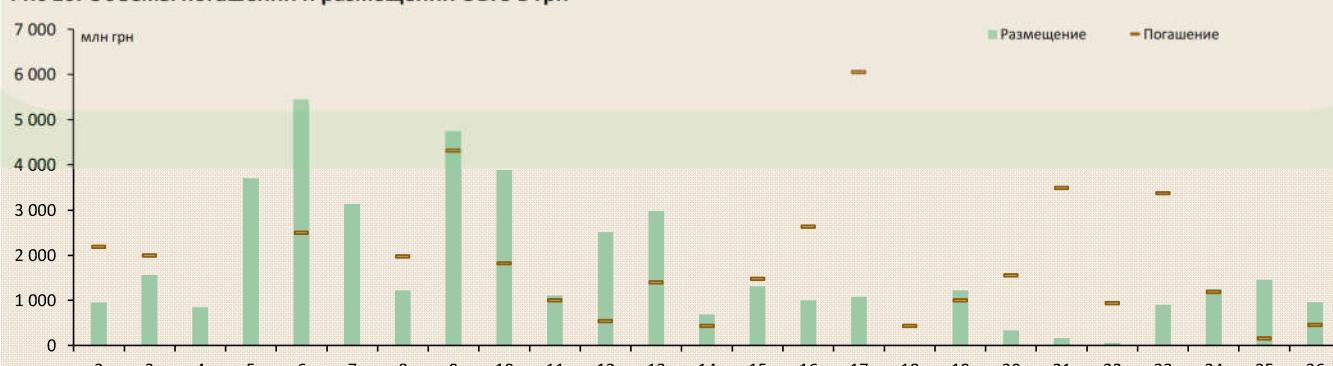
Рис 9. Расходы бюджета (% г/г, кумулятивно с начала года)



Источник: Минфин, Банк ПИВДЕННЫЙ

По результатам января-мая этого года, весь образовавшийся дефицит бюджета покрывался за счет остатков средств бюджетов. При этом внутреннее финансирование за счет гривневых ОВГЗ с трудом покрывало их погашения (Рис 10), в то время как внешнее финансирование не поступало, а только погашались старые долги и выплачивались по ним проценты, что неудивительно, принимая во внимание забуксовавшие реформы. Кроме того, довольно амбициозный план приватизации на этот год (21,3 млрд грн в этом году, после 3,4 млрд грн в 2017 г. и 0,2 млрд грн годом ранее), пока не принес плоды, что, впрочем, также является следствием промедления с реформами.

Рис 10. Объемы погашений и размещений ОВГЗ в грн



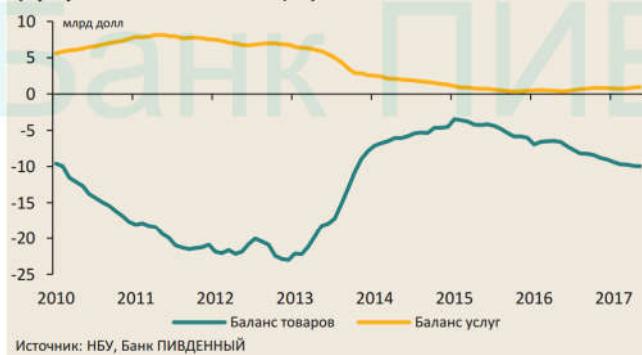
Источник: Cbonds, Банк ПИВДЕННЫЙ

2. Золотовалютные резервы

Международные резервы НБУ служат основным источником иностранной валюты для обслуживания внешних долгов Украины. Также, резервы используются регулятором для стабилизации валютного рынка посредством интервенций в период роста волатильности курса. Таким образом, уровень золотовалютных запасов является чрезвычайно важным показателем как для резидентов, так и для иностранных инвесторов. В самый разгар кризиса, в феврале 2015 г., они обвалился до рекордно низкой отметки – 5,6 млрд долл или менее чем полтора месяца будущего импорта (Рис 11). В результате, чистые резервы, которые не включают кредиты МВФ, оказались в негативной зоне, что значит у Украины просто не осталось собственных валютных ресурсов. С тех пор масштабная финансовая поддержка международных партнеров помогла увеличить резервы более чем в 3 раза, и в мае этого года они уже составляли 18,1 млрд долл или свыше 3 месяцев импорта, что в мировой практике расценивается как достаточный уровень. В период с марта 2015 г. основными донорами были МВФ (8,4 млрд долл), США (2 млрд долл в виде гарантий) и ЕС (1,5 млрд евро), общий объем которых практически полностью соответствует росту резервов за последние годы. Тем временем, внешние выплаты полностью нивелировали поступления за счет выпуска валютных ОВГЗ, размещения Евробондов на сумму 3 млрд долл в прошлом году и проведения регулярных интервенций НБУ (общий объем чистых привлечений с марта 2015 г. по май 2018 г. составил 4,9 млрд долл). В результате выходит,



Рис 12. Баланс внешней торговли (кумулятивно за 12 месяцев)



что несмотря на довольно крупные объемы привлечений своими силами, без внешней финансовой поддержки резервы практически стоят на месте. Во многом это связано, помимо значительных расходов на обслуживание внешнего долга, с дефицитным текущим счетом платежного баланса – несмотря на то, что от трудовых мигрантов поступают довольно ощутимые объемы в страну (в 2017 г. объем частных переводов составил свыше 9 млрд долл), валюта все равно утекает из Украины через растущий дефицит торгового баланса (Рис 12). При этом из-за низкого доверия к Украине, реальный приток иностранных инвестиций остается относительно низким (0,7 млрд долл в январе-мае включая конвертацию долга в уставной капитал банков), и поэтому через этот канал не поступают достаточные объемы валюты в страну, которые покрывали бы негативный баланс внешней торговли.

3. Положение Украины на внешних рынках

В результате политической и экономической нестабильности и без того довольно низкие кредитные рейтинги Украины очень сильно пострадали, а реструктуризация внешнего долга в 2015 г. вообще на короткое время опустила рейтинг до дефолтного уровня (Рис 13). Тем не менее, сразу после окончания реструктуризации оценка Украины как заемщика вернулась на уровень 2013 г., во многом благодаря сотрудничеству с МВФ и проведению структурных реформ. Впрочем, иностранные инвесторы все еще с опаской смотрят на Украину, что существенно ограничивает ее доступ к мировому долговому рынку. За последние годы, если не считать размещения под гарантии США, самостоятельно выпустить Еврооблигации на 3 млрд долл удалось только в сентябре прошлого года, и то тогда было подобрано очень удачное время – благоприятная конъюнктура внешних рынков и прогресс с программой

**Рис 13. Standard and Poor's:
Рейтинг долгострочных обязательств в ин. вал.**



МВФ. Впрочем, несмотря на все это, доходность была установлена в размере 7,375%, что является довольно высоким уровнем. Сейчас же, мир стоит на грани масштабных торговых войн, а США тем временем уверенно повышает ключевую ставку, что приводит к росту доходности казначейских бумаг США (Рис 14). В результате, доходности облигаций других стран также растут. В придачу, постоянные политические потрясения, такие как недавнее увольнение Министра Финансов, не способствуют снижению доходностей Украинских бумаг. В таких условиях, заимствование на внешних рынках может оказаться чрезвычайно дорогим.

Рис 14. Динамика доходности 10-ти летних облигаций



Источник: Reuters, Банк ПИВДЕННЫЙ

Рис 15. Спред между доходностями облигаций Украины и США с погашением в 2028 г.



Источник: Reuters, Банк ПИВДЕННЫЙ

Перспективы

Учитывая все вышесказанное, у Украины остается не так уж и много вариантов выхода из сложившейся ситуации. В данном случае не получится включить печатный станок и рассчитаться с долгами из золотовалютных резервов, при этом продолжая наращивать госрасходы без увеличения доходной части. Такой подход приведет к раскручиванию инфляции и к росту девальвационного давления на гривну, а резервы опустеют до середины 2020 г. (Рис 16). Более того, Украина полностью утратит доверие МВФ и других официальных кредиторов, что закроет возможность новых программ сотрудничества на долгие годы. На фоне приближающихся выборов такая ситуация будет использовано оппозицией против правящей власти, что ударит по их рейтингам гораздо сильнее, чем проведение ряда непопулярных реформ (поскольку у реформ по крайней мере есть обоснование и поддержка иностранных партнеров). Как результат, мы уже видим определенные попытки снизить дефицит бюджета и продвинуться в программе сотрудничества с МВФ. К примеру, правительство на какое-то время отказалось от еще одного повышения минимальной зарплаты в этом году и изменило порядок начисления субсидий, что заметно снизило количество получателей возмещений расходов на жилищно-коммунальные услуги – по данным Укрстата, в 2,3 раза меньше в январе-мае по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (правда, кол-во получателей субсидий на покупку газа выросло на 19,4% г/г). Кроме того, недавно был принят закон об антикоррупционном суде, что является большим шагом к завершению очередного пересмотра программы МВФ. Наконец, принятие закона о валюте также улучшает имидж страны в глазах кредиторов.

Наиболее вероятный, и, пожалуй, самый благоприятный сценарий для Украины – это выполнить оставшиеся требования МВФ (в частности, принять новую формулу расчета газовых тарифов и улучшить показатели бюджета) и получить транш в размере 1,9 млрд долл. После этого, откроется доступ к 1 млрд евро от ЕС (два транша по 500 млн евро). В результате, из почти 12 млрд долл платежей, запланированных до конца 2019 г., Украина сможет рефинансировать почти 3,1 млрд долл довольно дешевыми деньгами МВФ и ЕС. Еще 4,5 млрд долл – это валютные ОВГЗ, и они будут рефинансираны путем выпуска новых бумаг. Кроме того, у Правительства есть еще 1,4 млрд долл средств, конфискованных со счетов, которые связаны с бывшим Президентом. И в результате останется 2,9 млрд долл (Рис 17), часть которых может быть выплачена за счет увеличения объема выпуска валютных ОВГЗ, а другая часть – за

Рис 16. Международные резервы vs валютные платежи правительства*

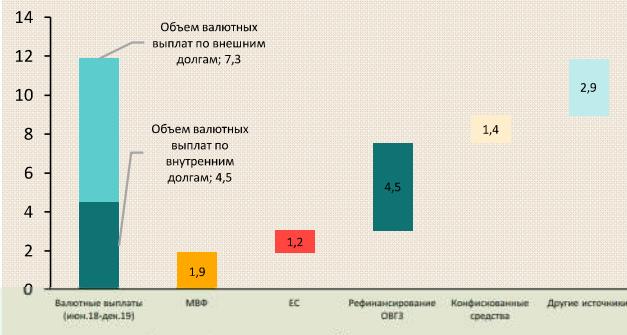


*при условии полного отсутствия рефинансирования и осуществления всех выплат из международных резервов

Источник: НБУ, Банк ПИВДЕННЫЙ

счет выпуска гривневых ОВГЗ и выплаты долга из золотовалютных резервов, что приведет к их сокращению, но не к такому значительному, как в случае если придется погашать долг без помощи международных партнеров.

Рис 17. Валютные выплаты Украины и источники финансирования (млрд долл)



Возможности погашения внешнего долга за счет внутренних заимствований следует уделить отдельное внимание. Как уже отмечалось, основными собственниками ОВГЗ, без учета НБУ, являются госбанки. Помимо гривневых облигаций, большая часть которых была выпущена под докапитализацию, они являются еще и основными держателями валютных бумаг (Рис 18). Общий объем валютных ОВГЗ у госбанков примерно эквивалентен объему их Еврооблигаций в обращении. Вероятнее всего, по мере роста необходимости, госбанки будут все активнее собирать гривну и валюту с рынка, и вкладывать ее в ОВГЗ, тем самым помогая Правительству абсорбировать средства под внешние выплаты. Учитывая размер этих банков, их совместная с Минфином политика будет оказывать сильное влияние на рынок. Во-первых, чтобы привлечь больше средств с рынка, госбанкам придется поднимать ставки, и тем самым они будут подталкивать ставки игроков поменьше вверх. Кроме того, Минфину придется также повышать доходности ОВГЗ, чтобы они были интересны частным и иностранным банкам. Учитывая высокий процентный риск в Украине, основным спросом будут пользоваться самые короткие гособлигации, что значит будет происходить постоянное рефинансирование госбумаг. Также, следует отметить, что в случае роста политической или экономической нестабильности, может произойти отток вкладов из банковской системы, и тогда осуществлять заимствования на внутреннем рынке будет сложно. Особенно это касается вкладов в национальной валюте, приблизительно 55% которых состоят из средств до востребования, а это значит они в первую очередь покинут систему. Доля текущих счетов во вкладах в иностранной валюте поменьше (около 40%), но, к примеру, у одного из основных держателей валютных ОВГЗ Укрэксимбанка значительную долю в пассивах составляют средства до востребования юрлиц (Рис 20).

Рис 19. Структура вкладов в национальной валюте в госбанках (апр.18, млрд грн)



Размещение новых Еврооблигаций также возможно, но в текущих условиях это может обойтись довольно дорого для Украины (на данный момент доходность Украинских Еврооблигаций с погашением в 2028 г. находится между 8,5-9%) и объемы могут оказаться меньшими чем в прошлый раз, зато часть вырученных средств можно будет снова использовать для выкупа, к примеру, облигаций, с погашением в 2020 или 2021 гг. и тем самым снизить долговую нагрузку в эти периоды.

В любом случае, даже при самом удачном раскладе, пики долговых выплат окажут влияние на экономику Украины. Так, спрос на внутренние заимствования со стороны государства, как в гривне, так и в иностранной валюте,

помимо гривневых облигаций, большая часть которых была выпущена под докапитализацию, они являются еще и основными держателями валютных бумаг (Рис 18). Общий объем валютных ОВГЗ у госбанков примерно эквивалентен объему их Еврооблигаций в обращении. Вероятнее всего, по мере роста необходимости, госбанки будут все активнее собирать гривну и валюту с рынка, и вкладывать ее в ОВГЗ, тем самым помогая Правительству абсорбировать средства под внешние выплаты. Учитывая размер этих банков, их совместная с Минфином политика будет оказывать сильное влияние на рынок. Во-первых, чтобы привлечь больше средств с рынка, госбанкам придется поднимать ставки, и тем самым они будут подталкивать ставки игроков поменьше вверх. Кроме того, Минфину придется также повышать доходности ОВГЗ, чтобы они были интересны частным и иностранным банкам. Учитывая высокий процентный риск в Украине, основным спросом будут пользоваться самые короткие гособлигации, что значит будет происходить постоянное рефинансирование госбумаг. Также, следует отметить, что в случае роста политической или экономической нестабильности, может произойти отток вкладов из банковской системы, и тогда осуществлять заимствования на внутреннем рынке будет сложно. Особенно это касается вкладов в национальной валюте, приблизительно 55% которых состоят из средств до востребования, а это значит они в первую очередь покинут систему. Доля текущих счетов во вкладах в иностранной валюте поменьше (около 40%), но, к примеру, у одного из основных держателей валютных ОВГЗ Укрэксимбанка значительную долю в пассивах составляют средства до востребования юрлиц (Рис 20).

Рис 18. ТОП-10 банков-должников ОВГЗ (апр.18, млрд грн)

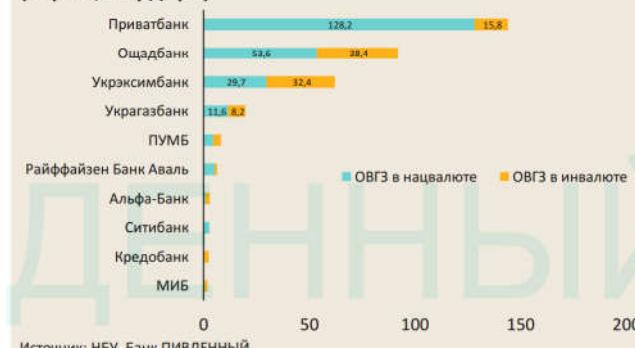


Рис 20. Структура вкладов в иностранной валюте в госбанках (апр.18, млрд долл)



определенno продолжит расти, что окажет давление на рыночные ставки. Также, рост давления на золотовалютные резервы и потенциальное снижение их уровня в 2019 г. из-за крупных внешних платежей, может спровоцировать рост девальвационных ожиданий и увеличение волатильности курса. Наконец, сокращение фискального стимулирования и рост конкуренции между Минфином и реальным сектором за заемные средства будут сдерживать рост экономики.

Дополнительные материалы

Объемы выплат по валютным долгам Украины (млрд долл)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Валютные ОВГЗ	1,91	3,66	2,21	0,48	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Еврооблигации	0,89	1,11	1,77	2,42	2,36	2,23	2,09	1,97	1,86	1,74	1,63	0,22	0,22	0,22	1,69	1,58
МВФ	1,08	2,48	1,92	1,35	1,55	1,59	1,56	1,54	1,08	0,36	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ЕС, Мировой Банк	0,34	0,32	0,28	0,28	0,35	0,49	0,49	0,79	0,96	0,95	1,07	1,05	0,71	0,43	0,33	0,14
США, Канада, Германия	0,06	0,06	1,23	1,16	1,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,25	0,00	0,00

График валютных платежей Украины (млн долл)



Источник: МВФ, Мировой Банк, Cbonds, Банк ПИВДЕННЫЙ