

Нова боргова політика чи старі схеми?

Олександр Жолудь,
економіс Міжнародного центру перспективних
досліджень, для Української Правди, 27.05.2006

15 вересня Україна випустила нові облігації зовнішньої державної позики. У цьому немає нічого дивного – в бюджеті записані зовнішні позики, а враховуючи, що приватизація цього року не дала і десятої частини від плану, то інших джерел покриття дефіциту немає.

Проте, дуже дивними є решта обставин випуску, від валюти до обраного часу виходу на ринки.

Позики зроблені у швейцарських франках на суму 384 млн. Облігації мають як дисконт (тобто ціну продажу, нижчу за зазначену на облігації) у 2,6% так і купон (3,5% річних), за якими й робляться виплати. Взято борг до осені 2018 року із виплатами раз на півроку – 15 березня та 15 вересня.

Перед тим, як переходити до деталей щодо нестандартності нового боргу, варто надати трішки теорії.

Дефіцит бюджету виникає тоді, коли витрати є більшими за доходи. Для покриття цього розриву можуть бути використані три інструменти: внутрішні позики (включаючи пряму емісію, як це робили в Україні у 90-х), зовнішні позики та продаж наявних державних активів (приватизація).

Кожен із варіантів має свої плюси та мінуси, й уряду завжди доцільно комбінувати всі три джерела. Попередній міністр фінансів, Віктор Пинзеник виступав проти позик взагалі. Хоча це не завадило йому у жовтні 2005 року погодитись на випуск 10-річних облігацій на суму у 600 млн. євро під 4,95% річних.

В Україні на сьогоднішній день один з найменших державних боргів, якщо порівнювати з річним ВВП – менше 17%, в той час, як у більшості європейських країн цей показник понад 40 відсотків.

Зауваження на кшталт тих, що не можна жити за рахунок прийдешніх поколінь, не зовсім коректні. По-перше, виплати по боргах починаються зазвичай вже за півроку і завершуються за 5-10 (30-річних боргів Україна ще не випускала і, схоже, не буде ще принаймні кілька років).

По-друге, якщо прибутки будуть зростати такими ж темпами, що й зараз – нові покоління будуть значно багатіші за теперішні, й для них борг не має бути таким тягарем. Це можна побачити й на ситуації за останні декілька років – у 2001-2006 Україна щороку виходила

на зовнішній та внутрішній ринки позичати гроші, а сукупний державний борг зменшувався з 74,6 млрд. грн. до 74,2 млрд. в абсолютному вимірі та з 36,5% до 15% ВВП у відносному. Зменшення боргового навантаження відбулося, зокрема, через зменшення ставок по боргу та умов виплати, а також ревальвації гривні у цей період.

Але повернімося до сьогоднішнього. Що в нас з джерелами покриття дефіциту?

За інформацією Фонду держмайна України, за січень-липень надходження від приватизації становили 174 млн. грн. при річному плані у 2,121 млрд. грн. Єдиний великий об'єкт, що мав би бути проданим цього року – Луганськтепловоз – схоже, не буде проданий, принаймні, прем'єр-міністр заявляв 18 вересня, що конкурс призупинено на прохання урядового комітету з питань розвитку галузей економіки.

У вересні, після більш, ніж річної перерви, міністерство фінансів знову почало випускати облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Проте, конкурси виявились провальними – із запропонованими ставками по ОВДП (9-9,4%) банки та нерезиденти – основні покупці у минулі роки – не хочуть в них інвестувати.

Банки очікують традиційного осіннього пошкваллення кредитування, де вони зможуть отримувати по 15 і більше відсотків річних, а іноземці не впевнені в стабільності гривні. Єдиним покупцем облігацій є, за даними дилерів, державний Ошадбанк, у якого й до цих покупок було більше ОВДП, ніж в усіх інших банків разом узятих. Те, що державні банки є основними покупцями державних же облігацій пов'язане скоріше з залежністю цих банків, ніж з чітко вивіреним планом інвестицій. Навряд чи можна розраховувати, що державні банки викуплять усі заплановані на цей рік 4,55 млрд. грн., особливо враховуючи, що на двох аукціонах, що відбулися, було залучено по 10 млн. грн., а на останньому – нуль.

Тож те, що позичати треба на зовнішньому ринку є цілком зрозумілим. Але власне умови позики і її утаємниченість стали справжнім сюрпризом.

12 вересня уряд оголосив, що за три дні (15 вересня) збирається випустити облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП, більш відомі як євробонди) на суму у 384 млн. швейцарських франків (306 млн. дол. США). Якщо аналізувати історію попередніх запозичень, то про конкретні наміри вийти на зовнішні ринки традиційно було відомо приблизно за місяць до виходу. Приблизно тоді ж називались і компанії, що будуть розміщувати ці папери (т.зв. лід-менеджери). Потім рейтингові компанії приїздили поговорити з урядом та недержавними експертами, аби перед випуском облігацій оголосити їхній рейтинг.

Цього разу навіть після розміщення (про яке навіть не згадується на офіційному сайті Мінфіну) деталі не було розголошено.

Обсяг випуску – близько 300 млн. доларів – є досить малим. Для прикладу – у 2004 році брали 600 млн. доларів у березні та 500 млн. дол. – у липні; у 2005 році – 500 млн. євро. Чим менший випуск, тим відносно дорожчими є його обслуговування та розміщення – бо витрати на випуск мало залежать від його обсягу. В принципі, 300 млн. дол. – це майже стільки, скільки Україна виплатила 15 вересня по семирічних облігаціях, випущених у 2000 році, тому обсяг випуску ще можна пояснити.

Валюта випуску є дивною – раніше Україна позичала у доларах (останній раз у липні 2004 року) та євро (у жовтні 2005).

Франк є вільноконвертованою валютою, але його використовують набагато рідше за основні валюти, у яких беруть борги на світовому ринку – долар, євро та ієна. Через те, що Швейцарія з усіх боків оточена зоною обігу євро, курс швейцарського франка коливається разом з єдиною європейською валютою. Тож особливої потреби брати саме у франках не було.

За наявними даними, окрім України, ОЗДП у франках мають лише Мексика та Венесуела. Для

порівняння – кількість наявних держаних запозичень у доларах США – понад 500 індивідуальних випусків.

Вибір валюти не є на сьогодні оптимальним для України. По-перше, НБУ не має у своїх резервах франків, тому для виплат по боргу Мінфін має купувати франки. За яким саме курсом він їх буде скуповувати – запитання.

Скоріш за все, саме у відповіді на це питання і криється відповідь, кому це було потрібно. Швейцарія відома своєю банківською таємницею, і тому цілком можливо, що купують ці євробонди насправді українці, які не хочуть особливо світитись.

Не менш дивним є термін на який розміщують облігації – 12 років із можливістю дострокового погашення через 3 роки. Більшість позик береться на п'ять, сім, десять та тридцять років. Така розбивка є неписаним правилом, тому випуск, що жодним чином не вписується у цю лінійку, має здивувати інвесторів. У України була можливість добудувати свою лінійку облігацій у євро (по доларах є євробонди на 5, 7 та 10 років), яку вона почала формувати минулого року, але вона нею не скористалася.

Незвичним є і те, що облігації матимуть як звичайний для українських бондів купон, по якому кожен півроку сплачуватимуть відсотки, так і дисконт, тобто ціна продажу облігацій буде нижчою за ту, що написана на цінних паперах. Останнє, схоже, зроблено, аби потім відрпортувати про рекордно низькі відсотки по займу – бо чим більшим є дисконт, тим нижчими є номінальні відсотки.

Враховуючи, що 300 млн. дол. - явно замало для покриття дефіциту бюджету цього року, у найближчі місяці ми можемо очікувати нових зовнішніх запозичень. І, можливо, вони будуть ще більш дивними.

Олександр Жолудь, експерт Міжнародного центру перспективних досліджень