

**Богдан Т.П.,**

доктор економічних наук,  
головний науковий співробітник  
відділу державних фінансів  
ДУ “Інститут економіки і прогнозування  
НАН України”

## УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ І МАКРОФІНАНСОВІ РИЗИКИ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

*Виявлено міжнародні тенденції накопичення державного боргу у кризовий період, визначено чинники й можливі наслідки істотного зростання державного боргу України. Здійснено прогностичні розрахунки боргової динаміки і зроблено висновок про необхідність значного скорочення дефіциту бюджету для утримання боргової стійкості в середньостроковому періоді. Акцентовано увагу на проблемах, пов'язаних із приливом іноземного капіталу до економіки України, та засобах макроекономічної політики, спрямованих на нівелювання деструктивних наслідків переливів іноземного капіталу.*

*The article deals with international trends of public debt accumulation in crisis period, factors and implications of significant public debt growth in Ukraine. Debt sustainability analysis is described and necessity to reduce the budget deficit in Ukraine is proven. The problems related to foreign capital inflow to Ukraine are highlighted and macroeconomic policy response (aimed at new crisis prevention) is suggested.*

**Ключові слова:** державний борг України, дефіцит державного бюджету, макрофінансові ризики, умовні зобов'язання держави.

Істотне зростання державного боргу України впродовж останніх трьох років, високі валютні ризики зовнішньої заборгованості, непевна ситуація з рефінансуванням накопичених боргів і посилення тиску боргових виплат на державні фінанси актуалізують проблеми боргової стійкості й потребують вжиття невідкладних заходів у сфері бюджетно-податкової і макрофінансової політики, спрямованих на зменшення боргового навантаження.

У зв'язку з поширенням кризових явищ уряди багатьох країн світу почали використовувати наявні фінансові ресурси й резерви для фінансування програм, спрямованих на підтримку сукупного попиту і зміцнення балансів підприємств і фінансових установ. Такі заходи допомогли зменшити рівень падіння ВВП і ступінь дестабілізації фінансових систем, проте мали наслідком нарощування зобов'язань держави.

За оцінками МВФ зростання державного боргу за три роки від початку фінансової кризи становитиме: в Ісландії — 80 % ВВП, в Ірландії — 52 %, у Латвії — 51 %, в Іспанії — 39 %, у Данії — 35 %, у Греції — 32 %, у Нідерландах — 31 %, у Великобританії — 28 %, в Україні й Бельгії — 24 %, у США — 23 % ВВП<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly / Prepared by Luc Laeven and Fabian Valencia // IMF Working Paper. — June 2010. — P. 27.

На сьогодні уряди багатьох країн стикаються з проблемою надмірного боргового навантаження, яке за непевних умов економічного зростання зменшує їхні можливості використовувати фіскальні стимули. Вони змушені балансувати, з одного боку, між викликами фіскальної консолідації для уникнення некерованого нарощування розміру боргу і зростанням ризиків пролонгації, з другого — підтриманням сталих темпів економічного зростання й поживленням економічної діяльності.

У розвинутих країнах державний борг продовжує збільшуватися високими темпами, що за непевних перспектив економічного зростання ставить під сумнів можливість утримання боргової стійкості. Статистичні дані свідчать про надмірний рівень боргового навантаження в деяких країнах, що наражає їхні економіки й фінансові системи на небезпеку виникнення чергового витка фінансової кризи (табл.).

Таблиця. **Борг загального уряду в розвинутих країнах станом на 30.09.2010, % ВВП**

Країна	Розмір боргу
Австралія	21,9
Австрія	70,0
Бельгія	100,2
Великобританія	76,7
Греція	130,2
Данія	44,2
Ірландія	93,6
Іспанія	63,5
Італія	118,4
Канада	81,7
Корея	32,1
Нідерланди	66,0
Німеччина	75,3
Нова Зеландія	31,0
Норвегія	54,3
Португалія	83,1
Словацька Республіка	41,8
Словенія	34,5
США	92,7
Фінляндія	50,0
Франція	84,2
Чехія	40,1
Швеція	41,7
Японія	225,9

Джерело: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report. — October, 2010.

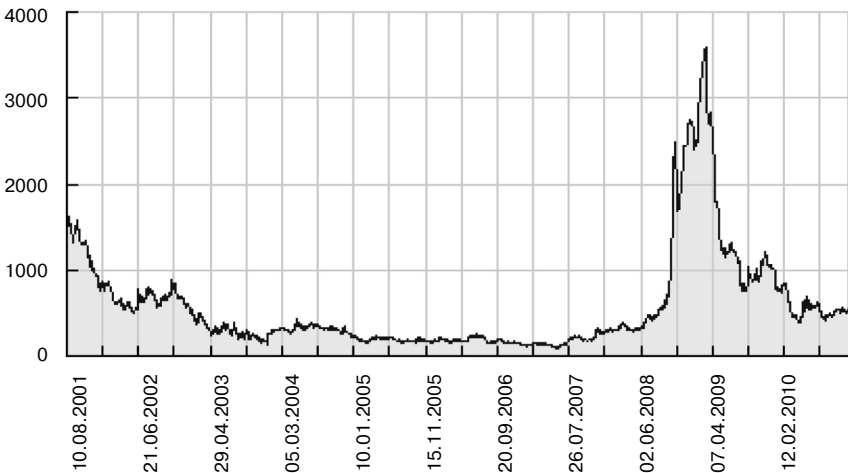
Як свідчать дані таблиці, найбільший рівень боргового навантаження серед розвинутих країн на кінець вересня 2010 року мали: Японія — 225,9% ВВП, Греція — 130,2%, Італія — 118,4%, Бельгія — 100,2%, США — 92,7%, Ірландія — 93,6%, Франція — 84,2%, Португалія — 83,1% і Канада — 81,7% ВВП. Істотне зростання рівня державного боргу й непевна ситуація з рефінансуванням накопичених

боргів актуалізують проблеми боргової безпеки і бюджетно-податкового коригування для її досягнення.

У руслі загальносвітових тенденцій еволюціонували боргові процеси в Україні. За 2009 рік загальна сума державного боргу країни (з урахуванням гарантованого) збільшилася на 127,5 млрд грн, у тому числі прямого боргу — на 96,3 млрд грн. За січень — жовтень 2010 року державний і гарантований державою борг збільшився ще на 87,4 млрд, у тому числі прямий борг — на 80,9 млрд грн.

Залучення масштабних позик на внутрішньому фінансовому ринку призводить до звуження джерел позичкових коштів для вітчизняних підприємств, а великі обсяги зовнішніх державних запозичень породжують ризики дестабілізації платіжного балансу і знецінення національної валюти в період здійснення боргових виплат. Обслуговування зростаючого обсягу державного боргу країни виливається у відволікання все більшої частки бюджетних ресурсів на боргові виплати. Відношення відсоткових платежів за державним боргом до загальної суми видатків державного бюджету України підвищилося з 1,6% у 2008 році до 3,7% у 2009-му й має збільшитися до 5,3% у 2010 році.

Незважаючи на зменшення гостроти фінансової кризи, вартість залучення ринкових позик для українського уряду залишається високою. Станом на кінець листопада 2010 року величина спреду “ЕМВІ+ Україна” (різниці дохідності облігацій зовнішньої позики України й облігацій Казначейства США) становила 542 б. п., тоді як у період 2005—2007 років — близько 200 б. п. (рис.). Під час кризи спред “ЕМВІ+ Україна” почав знижуватися у грудні 2009 року й досяг мінімального значення наприкінці квітня 2010-го — 280 б. п., а після пертурбацій на кредитних ринках Європи знову підвищився. На початку червня він сягнув пікового значення для 2010 року — 690 б. п. Із того часу спред плавно знижувався до середини серпня, а відтоді знову почав зростати.



Джерело: <http://www.cbonds.info>.

Рис. Спред “ЕМВІ+ Україна” у 2001—2010 роках, б. п.

Станом на кінець жовтня 2010 року державний і гарантований державою борг досяг величини 405,3 млрд грн. Основними каналами його нарощування стали: розміщення облігацій внутрішньої державної позики та випуск ПДВ-облігацій, залучення кредитних ресурсів МВФ і Світового банку, розміщення облігацій зовнішньої державної позики й отримання кредитів іноземних банків. За 10 місяців 2010 року заборгованість держави за облігаціями внутрішньої позики збільшилася на 43,4 млрд дол. США, за кредитами міжнародних фінансових організацій — на 1,92 млрд, за облігаціями зовнішньої позики — на 2 млрд дол.

За прогнозом Міністерства фінансів України на кінець 2010 року прямий та гарантований державою борг країни сягне рівня 475,1 млрд грн, або 43,7 % ВВП. Для порівняння: на кінець 2007 року сума державного боргу становила 12,3 % ВВП, 2008-го — 19,9 % ВВП.

Таким чином, розмір державного боргу України впритул наблизився до критичного значення, а з урахуванням найбільш ризикових видів умовних зобов'язань уряду — перевищив критичні обсяги. Фахівці МВФ установили, що “поворотним пунктом” для країн із низьким і середнім рівнем доходів (який відповідає середньому рівню боргового навантаження в рік, що передував року виникнення боргової кризи) є досягнення державним боргом рівня 43 % ВВП, 192 % експорту товарів і послуг (для сумарного зовнішнього боргу) і 288 % доходів бюджету<sup>2</sup>.

Із використанням економіко-математичних методів нами виявлено таку закономірність: імовірність розгортання боргової кризи у країні з розміром державного боргу на рівні 66—78 % ВВП становить 40 %; якщо ж обсяги державного боргу перебувають на рівні 58—66 % ВВП, така ймовірність становить 30 %. Для того, аби ймовірність порушення державою графіка боргових платежів не перевищувала 15 %, державний борг має перебувати на рівні нижче від 35 % ВВП<sup>3</sup>.

У спільній роботі МВФ і Світового банку зазначається, що країни зі слабкими інститутами й неефективною економічною політикою характеризуються підвищеними ризиками боргової кризи при досягненні державним боргом рівня 30 % ВВП, 100 % доходів бюджету й накопиченні сумарного зовнішнього боргу обсягом 200 % від експорту<sup>4</sup>.

За висновком МВФ країни з ринками, що формуються, не спроможні забезпечувати боргову стійкість, якщо державний борг перевищує рівень 50 % ВВП, а загалом прийнятний рівень державного боргу для типової країни з ринком, що формується, становить 25 % ВВП<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries. — Proposal for an Operational Framework and Policy Implications. — February 3, 2004: [Електр. ресурс]. — <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.

<sup>3</sup> Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. — К.: Фенікс, 2006. — С. 100—102.

<sup>4</sup> International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries. — Proposal for an Operational Framework and Policy Implications. — February 3, 2004: [Електр. ресурс]. — <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.

<sup>5</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook. — Washington, DC. — September, 2003.

Деструктивний вплив надмірного рівня боргового навантаження на економічний розвиток реалізується через зростання процентних ставок у економіці, пригнічення інвестиційної діяльності й посилення макроекономічної нестабільності. За високого розміру державного боргу зростає вразливість фінансового стану уряду до переливів міжнародних капіталів і коливань вартості національної валюти.

При визначенні допустимого рівня державного боргу України потрібно враховувати уроки глобальної фінансової кризи, яка засвідчила, що економіки країн із високим ступенем боргової залежності найбільше постраждали від проявів фінансової кризи. Крім того, глобальна криза показала: щоб отримати належний простір для застосування стимулюючих заходів у період економічних негараздів уряд повинен мати досить низький рівень державного боргу в докризовий період.

Збереження високих темпів накопичення державного боргу може спровокувати кризу державної заборгованості й порушити хитку макрофінансову стабільність у країні. За нашими оцінками в разі утримання високого бюджетного дефіциту (на рівні 4—5 % ВВП) і гальмування вкрай необхідних заходів із реформування бюджетно-податкової системи боргова криза в Україні стане неминучою. Вона може виникнути або у 2012 році на фоні зниження попиту інвесторів на боргові зобов'язання держави й неспроможності уряду рефінансувати накопичені борги, або у 2013-му в умовах стрімкого зростання витрат бюджету на погашення й обслуговування державного боргу, що підштовхуватиме державу до дефолту чи реструктуризації боргів, які підлягають погашенню.

Тобто чинниками боргової кризи можуть стати як недостатність бюджетних ресурсів для здійснення боргових виплат, так і погіршення кон'юнктури внутрішнього чи зовнішнього ринку позичкових капіталів, що унеможливить рефінансування наявних боргів. Згідно з оцінками Міністерства фінансів України витрати на погашення й обслуговування прямого зовнішнього боргу мають збільшитися з 1,8 млрд дол. США у 2011 році до 2,5 млрд у 2012-му й до 4,7 млрд дол. у 2013 році.

Стрімке зростання потреб держави у залученні позичкових коштів для рефінансування наявних боргів не гарантуватиме їх автоматичного покриття за рахунок зовнішніх офіційних кредиторів чи приватних інвесторів (як зовнішніх, так і внутрішніх). За програмою співробітництва з МВФ у 2011—2012 роках кредитні надходження від Фонду мають спрямовуватися до валютних резервів НБУ, а не до бюджету. Кредитну підтримку від Світового банку для пом'якшення наслідків фінансової кризи Україна вже отримала у 2008—2010 роках і навряд чи зможе розраховувати на її відновлення в разі виникнення чергового витка кризи, пов'язаного з неплатоспроможністю держави. Приватні кредитори, з огляду на високий і постійно зростаючий розмір боргового навантаження, вимагатимуть істотного підвищення процентних ставок за новими позиками, а в разі впливу негативних зовнішніх шоків на економіку чи фінансову систему країни різко зменшуватимуть свої вкладення в боргові зобов'язання держави.

Результати проведених стрес-тестів динаміки державного боргу України й витрат на його обслуговування засвідчують порушення боргової стійкості у випадках утримання високого дефіциту державного бюджету (на рівні 4—5 % ВВП),

перетворення умовних зобов'язань держави (в сумі понад 15 млрд грн) на прямий борг, а також 20-відсоткової девальвації національної валюти й підвищення вартості обслуговування державного боргу на 1,5—2,0 в. п. Отримані значення прогнозних показників демонструють високу вразливість державних фінансів країни до впливу будь-яких негативних чинників.

За результатами проведених стрес-тестів встановлено, що показники державного боргу набувають небезпечних значень і засвідчують високу ймовірність виникнення боргової кризи. Лише за сценарієм, який передбачає дотримання умов співробітництва України з МВФ (ключовими серед яких є проведення бюджетно-податкової консолідації й істотне скорочення обсягу надання державних гарантій), а також відсутність впливу зовнішніх шоків на стан національної економіки, отримано висновок про поступове пом'якшення боргових проблем України й досягнення її державним боргом рівня 35,3 % ВВП станом на кінець 2014 року.

Боргова стійкість є необхідною передумовою економічної стабільності і зростання. Надмірний рівень заборгованості породжує зворотні стимули для приватних інвесторів і урядів, що підриває довгострокові основи для економічного зростання. Крім того, країни з високим рівнем зовнішнього боргу є вразливими до припинення надходження чи зворотного руху іноземного капіталу. А в разі неплатоспроможності держави вірогідним є повторення повномасштабної фінансової кризи, наслідком чого буде припинення зовнішнього фінансування суб'єктів національної економіки й поширення дефолтів у корпоративному секторі, дестабілізація банківської системи й гальмування внутрішнього кредитного процесу, різке знецінення національної валюти і зниження обсягів міжнародної торгівлі.

Для уникнення кризового сценарію розвитку подій необхідно підвищити ступінь збалансованості державних фінансів України й забезпечити зниження відносної величини державного боргу. В короткостроковому періоді, у зв'язку з хитким станом досягнутої рівноваги й наявністю ризиків відновлення спаду, недоцільно кардинально скорочувати дефіцит бюджету. Однак у середньостроковому періоді слід провести радикальні економічні реформи, які мають забезпечити підвищення ефективності національної економіки, скорочення дефіциту бюджету і зниження рівня державного боргу щодо ВВП.

З метою забезпечення боргової стійкості країни потрібно розробити середньостроковий план бюджетної консолідації, стрижневим елементом якого стане скорочення видатків споживчого спрямування. Дефіцит державного бюджету слід зменшити до рівня 3 % ВВП у 2011 році й 2 % ВВП у 2012-му.

У процесі бюджетно-податкового коригування не варто дуже покладатися на заходи, які не мають сталого характеру й забезпечують лише короткострокове скорочення дефіциту бюджету. Заходи, спрямовані на тимчасове скорочення державних видатків — перенесення термінів важливих операцій, накопичення заборгованості за поставлені товари чи надані послуги, непроведення технічного обслуговування й поточного ремонту основних фондів, дають ефект лише в короткостроковому періоді, а в середньостроковому можуть призвести до значних економічних втрат.

Перевагу слід надавати заходам бюджетно-податкового коригування, які зберігають свою дієвість упродовж тривалого періоду часу й не знижують ефективність функціонування державного сектору економіки, а також справляють незначний вплив на темпи зростання національної економіки в короткостроковому періоді.

У процесі проведення бюджетно-податкового коригування варто уникати суцільних скорочень, які можуть призводити до накопичення поточної заборгованості в бюджетній сфері, зниження ефективності роботи державних установ (через недофінансування закупівель базових комплектуючих і матеріалів) і збереження непродуктивних видатків держави. Скасування неперіоритетних програм і напрямів витрачання державних коштів сприятиме підтриманню ефективності діяльності держави в інших сферах.

Скорочення інвестиційних видатків держави (витрат на виробничий капітал), особливо в умовах їх хронічного недофінансування впродовж тривалого періоду часу, негативно впливатиме на темпи економічного зростання. В Україні до 2008 року державні капітальні вкладення в інфраструктуру в середньому за 10-річний період становили близько 2% ВВП, у 2009-му скоротилися до 1% ВВП. Водночас у країнах із перехідною економікою, особливо в тих, де економічне зростання тривало щонайменше 10 років, уряди витрачали на інвестиції в основні фонди не менше ніж 7% ВВП. За оцінками Світового банку фінансування потреб із відновлення й модернізації інфраструктури в Україні потребуватиме близько 100 млрд дол. США в період до 2015 року<sup>6</sup>.

Вищенаведене свідчить на користь якнайшвидшого проведення структурних реформ у сферах соціального забезпечення, державного управління й управління державними підприємствами, реалізація яких вивільнить ресурси, необхідні для фінансування державних інвестицій і скорочення дефіциту бюджету.

Проведення реформ, розрахованих на довготривалу перспективу, потребує перегляду складу державних видатків, сфери охоплення державним сектором різних видів діяльності і способів надання державних послуг. Заходи, спрямовані на раціоналізацію видатків держави, повинні бути прагматичними й достатніми для досягнення бажаного вартісного ефекту.

Першочерговим напрямом скорочення бюджетних витрат має стати скасування державних субсидій збитковим державним підприємствам. Насамперед йдеться про НАК “Нафтогаз України”. Слід відкоригувати рівень і структуру цін на продукцію компанії, переглянути сферу її діяльності, політику в галузі зайнятості і програму капітальних вкладень.

У процесі розробки програми фіскальної консолідації потрібно враховувати, що нинішній бюджетний дефіцит має обслуговуватися за рахунок майбутніх надходжень до державного бюджету, а тому його теперішнє скорочення забезпечуватиме збільшення обсягу ресурсів, які залишаються в розпорядженні уряду на неборгові цілі в майбутньому.

---

<sup>6</sup> Документ Світового банку. Відновлення і підтримка сталого зростання в Україні: Меморандум про економічний розвиток. — К., 6 липня 2010 р.

Загалом проведення бюджетно-податкового коригування потребує вирішення фундаментальних питань, пов'язаних із потребами різних видів діяльності держави, доцільності реалізації певних функцій у рамках державного сектору, необхідності виконання їх бюджетними установами й можливості переведення деяких видів діяльності на ринкову основу.

При визначенні структури фінансування дефіциту бюджету слід враховувати, що обслуговування внутрішнього державного боргу, так само, як і зовнішнього, веде до вилучення бюджетних ресурсів і породжує небезпеку боргових ускладнень. У багатьох випадках емісія внутрішньоборгових зобов'язань уряду відображає його наміри активізувати і створити підґрунтя для розвитку внутрішнього фінансового ринку, який має слугувати досягненню довгострокових цілей уряду, передусім — залученню позик, деномінованих у національній валюті, за розумною ціною.

Проте, навіть з огляду на згадані цілі, переваги від залучення внутрішніх позик мають бути ретельно зважені на додаткові витрати, яких зазнає державний бюджет. Для багатьох країн із невисоким рівнем доходів внутрішні позики є дорожчим джерелом фінансування порівняно із зовнішніми позиками, які надаються міжнародними фінансовими організаціями на пільгових умовах (навіть після врахування валютних ризиків). Це означає, що зважена політика управління державним боргом має поєднувати розумну політику зовнішніх запозичень із залученням внутрішніх позик за помірною ціною.

Таким чином, для зменшення боргової залежності державних фінансів України та забезпечення макроекономічної стабільності вважаємо за потрібне:

1) зменшити дефіцит державного бюджету України до рівня 3% ВВП у 2011 році і 2% ВВП у 2012-му з метою скорочення обсягів розміщення державних позик і зниження рівня боргового навантаження в середньостроковій перспективі;

2) установити ліміт надання державних гарантій на рівні 1,5% ВВП і забезпечити їх цільову спрямованість на інвестиції в інфраструктуру (дорожнє господарство, транспортний сектор, мережі водо- й газопостачання, теплозабезпечення, передачі й виробництва електроенергії), що гарантуватимуть фінансову окупність вкладень;

3) обмежити зростання умовних зобов'язань держави та зменшити ступінь їх ризикованості для державних фінансів шляхом запровадження ефективних механізмів розподілу ризиків між урядом і приватними суб'єктами — реципієнтами державної допомоги, удосконалення інституційної структури управління очевидними й неочевидними умовними зобов'язаннями уряду і становлення адекватної системи моніторингу та звітності таких зобов'язань;

4) запроваджувати нові інструменти на ринку внутрішніх запозичень (амортизаційні облігації, індексовані облігації, казначейські зобов'язання) з метою підвищення попиту на державні цінні папери й розширення кола потенційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів, фізичних осіб);

5) зменшити обсяги викупу ОВДП Національним банком (що, по суті, є емісійним джерелом фінансування бюджету) і перейти до рівномірного їх розміщення на первинному ринку, уникаючи різких стрибків доходності;



б) забезпечити спрямування запозичених коштів (в обсягах понад суми погашення державного боргу) на інвестиції в інфраструктурні галузі, які сприятимуть підвищенню ефективності виробництва й активізації економічної діяльності у країні. Розв'язання цього завдання передбачає як проведення випуску цільових інвестиційних облігацій, так і збільшення видатків бюджету інвестиційного спрямування — до рівня 5,5—6,0 % ВВП.

Загалом основними орієнтирами боргової політики держави на середньостроковий термін мають стати утримання помірного розміру державного боргу України, збалансування його структури, оптимізація залучення позичкових коштів для потреб держави й підвищення ефективності їх використання.

Проблеми зваженого управління борговими операціями держави й утримання помірного рівня боргового навантаження набувають особливої актуальності в умовах відновлення припливу іноземного капіталу до економіки України (за січень — жовтень 2010 року профіцит капітального й фінансового рахунків платіжного балансу досяг 7,7 млрд дол. США) та формування надлишкової ліквідності в масштабах світової економіки.

Істотне зростання обсягів грошової маси в розвинутих країнах від початку фінансово-економічної кризи і збереження напруженості на фінансових ринках цих країн зумовлюють підвищення попиту міжнародних інвесторів на активи країн із ринками, що формуються. Серед розвинутих країн з початку 2008 року до жовтня 2010-го рейтингові агентства знизили кредитні рейтинги 25 країнам. Водночас серед країн із ринками, що формуються, з початку 2010 року кредитні рейтинги було підвищено 21 країні.

З одного боку, відновлення припливу капіталів до країн із ринками, що формуються, забезпечило покриття фінансових розривів у бюджетах і платіжних балансах цих країн; з другого боку, масштабні припливи іноземного капіталу породжують додаткові загрози, пов'язані з виникненням чергового буму цін на активи, накопиченням валютних дисбалансів у економіці й посиленням інфляційного тиску.

Для зменшення негативних ефектів, пов'язаних із припливом іноземного капіталу, органи макроекономічного регулювання зазвичай використовують такі інструменти макроекономічної політики: зміцнення обмінного курсу національної валюти, поповнення валютних резервів і випуск в обіг додаткової грошової маси, проведення жорсткішої фіскальної політики. Азіатські країни надають перевагу інструментам, які дають можливість зменшити волатильність обмінного курсу й водночас перешкоджають його різкому зміцненню. Саме тому в цих країнах темпи накопичення валютних резервів залишаються високими й перевищують відповідні показники в інших країнах. Органи грошово-кредитного регулювання азіатських країн намагаються також стерилізувати приплив іноземного капіталу через операції з державними цінними паперами для зменшення тиску даного припливу на рівень внутрішніх цін і ліквідність фінансових установ.

Із метою зменшення припливу іноземного капіталу окремі країни використовують також обмеження на операції рахунку капіталів платіжного балансу.

Наприклад, у Бразилії у відповідь на стрімке зростання обсягу іноземних портфельних інвестицій і значне зміцнення обмінного курсу уряд запровадив 2-відсотковий “вхідний податок” на вкладення нерезидентів у внутрішні облігації (включаючи державні цінні папери) та акції. Податок було введено 19 жовтня 2009 року, при цьому прямі іноземні інвестиції та залучення іноземних кредитів бразильськими банками й підприємствами не підлягали обкладанню “вхідним податком”. Призначення податку полягало в нівелюванні спекуляцій на ринку капіталів, а також у протидії зміцненню бразильського реала.

Практичний досвід Бразилії показав, що запровадження цього податку дало змогу уникнути номінальної ревальвації реала щодо долара. Однак валютні резерви країни продовжували швидко зростати й реал продовжував ревальвувати щодо євро. Крім того, “вхідний податок” не забезпечив зменшення вкладень нерезидентів у внутрішні облігації<sup>7</sup>.

Як показує міжнародний досвід, застосування обмежень на операції рахунку капіталів платіжного балансу в рамках загального пакету заходів з управління потоками іноземного капіталу може застосовуватися за дотримання таких умов:

- фактичний обсяг виробництва у країні наближається до потенційного;
- обсяг золотовалютних резервів країни є достатнім і перевищує загальноприйняті критерії адекватності резервів;
- обмінний курс національної валюти не є заниженим;
- потоки іноземних капіталів не мають постійного характеру і є перехідними.

Оскільки в умовах України справджується лише остання з названих умов, основними інструментами управління потоками іноземного капіталу до економіки країни мають стати:

- активне проведення валютних інтервенцій Національним банком і прискорене накопичення валютних резервів;
- реалізація жорсткішої бюджетно-податкової політики і проведення стерилізації надлишкової грошової маси через операції з державними цінними паперами;
- приведення нормативно-правової бази НБУ у сфері пруденційного регулювання у відповідність із рекомендаціями Базеля III.

Зокрема, вимоги до мінімального розміру банківського капіталу мають зазнати таких змін: покладення в основу регулювання капіталу I рівня і підвищення мінімальних вимог до його розміру від 4 до 6 %; запровадження антициклічних буферів капіталу у вигляді 2,5-відсоткової надбавки до нормативу адекватності капіталу, яка діятиме в період економічного піднесення; введення до складу нормативів адекватності капіталу коефіцієнта валового левериджу (відношення капіталу I рівня до абсолютної суми банківських активів).

Наведені заходи забезпечуватимуть зменшення ризикованості зовнішніх корпоративних запозичень як основної складової умовних зобов'язань держави і сприятимуть утриманню макрофінансової стабільності в Україні у довготривалій перспективі.

---

<sup>7</sup> International Monetary Fund, Global Financial Stability Report. — October, 2010. — P. 33.