

УПРАВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКОЙ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

УДК 339.278

Т. П. БОГДАН,
доктор экономических наук,
главный научный сотрудник
ГУ “Институт экономики и прогнозирования НАН Украины”

ДОЛГОВАЯ ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ *

Выявлены негативные тенденции в экономике Украины, обусловленные влиянием долгового кризиса в странах ЕС, проанализированы показатели долговой устойчивости Украины, обоснованы приоритеты и задачи политики управления ее государственным долгом и регулирования внешнего корпоративного долга в условиях волатильности международных рынков.

Ключевые слова: государственный долг, долговая политика государства, внутренние государственные займы, государственные гарантии.

Some negative tendencies in Ukraine's economy that are caused by the influence of the debt crisis in EU countries are revealed. The indicators of debt sustainability are analyzed, and the priorities and the tasks of the policy of management of state's debt and the control over the external corporate debt under conditions of a volatility of international markets are substantiated.

Keywords: state's debt, state's debt policy, internal state loans, state guarantees.

Долговые проблемы в мировом измерении. Модель долговой экономики, сформировавшаяся в развитых странах мира за последние десятилетия, в 2008 г. претерпела крах. В рамках данной модели движущей силой совокупного спроса было наращивание долговой пирамиды частных субъектов, которая поддерживалась за счет кредитной эмиссии банков и прямой денежной эмиссии центральных банков. В ходе первой волны глобального кризиса попытки правительств спасти гиперинфированный финансовый сектор и поддержать экономическую активность путем использования фискальных стимулов привели к существенному наращиванию государственных долгов. Государственный долг развитых стран относительно ВВП за последние 4 года увеличился на 28 процентных пунктов, а стран с формирующимися рынками — лишь на 1,7 процентного пункта. На начало 2012 г. государственный долг развитых стран мира достиг 103,5% ВВП. По оценкам МВФ, к 2013 г. этот долг увеличится еще на 5 процентных пунктов ВВП. Высокий уровень долговой нагрузки зафиксирован в таких странах, как Бельгия — 98,5%, Греция — 160,8%, Исландия — 99,2%, Ирландия — 105%, Италия — 120,1%, Португалия — 106,8%, Япония — 229,8%, США — 102,9%, Франция — 86,3%, Канада — 85% ВВП.

В текущий момент правительства развитых стран вынуждены балансировать между вызовами фискальной консолидации во избежание дальнейшего наращивания долга и рисков пролонгации, с одной стороны, и для оживления экономической деятельности с использованием фискальных стимулов — с другой. В 2011 г. в странах с развитой экономикой дефицит бюджета в среднем составил 6,5% ВВП.

* Исследование выполнено в рамках НИР “Развитие государственных финансов в условиях глобализации” ГУ “Институт экономики и прогнозирования НАН Украины” (№ госрегистрации 0109U004580).

Самый высокий бюджетный дефицит имел место в США – 9,6% ВВП, в Греции – 9,2%, в Ирландии – 13,1%, в Японии – 10,1%, в Испании – 8,9% и в Соединенном Королевстве – 8,6% ВВП.

В настоящее время в еврозоне набирают обороты процессы сегментирования финансовых рынков и оттока капитала из стран – проблемных заемщиц. Финансовая позиция государств зоны евро, как и раньше, достаточно восприимчива к настроениям инвесторов относительно государственных ценных бумаг, распространение паники среди которых может мгновенно трансформироваться в уменьшение предложения заемных средств, что опять поднимет на поверхность проблемы возможных дефолтов правительств.

Осенью 2012 г. международному сообществу и руководящим органам ЕС удалось ослабить остроту европейского долгового кризиса, однако достигнутое равновесие неустойчиво, а фундаментальные противоречия в рамках ЕС не устранены. Поэтому в ближайшем будущем не стоит исключать пессимистический сценарий развития событий, по которому целостность еврозоны будет нарушена, а финансовый кризис распространится на другие страны и регионы мира. Страны Восточной Европы остаются наиболее уязвимыми, с учетом ощутимого присутствия европейских банков на внутренних кредитных рынках и зависимости от Западной и Центральной Европы как рынков сбыта экспортируемой продукции.

Вызовы для макроэкономической и долговой политики Украины в условиях волатильности внешнего окружения. Известно, что темпы развития украинской экономики и стабильность ее финансовой системы существенным образом зависят от внешнего окружения. В 2012 г., вследствие замедления темпов развития мировой экономики и обострения финансовых проблем в еврозоне, в экономике Украины наблюдались следующие негативные тенденции и процессы:

1) снижение темпов экономического роста в условиях падения мирового спроса на экспортируемую продукцию и неблагоприятной динамики цен на мировых товарных рынках (за 10 месяцев 2012 г. объем произведенной промышленной продукции уменьшился на 1,4% относительно аналогичного периода 2011 г.);

2) формирование высокого дефицита текущего счета платежного баланса и нестабильность источников финансирования такого дефицита (за 10 месяцев дефицит текущего счета составлял 11,1 млрд. дол., увеличившись в 1,5 раза относительно января – октября 2011 г.);

3) рост стоимости ресурсов международного рынка капиталов для Правительства и корпоративных заемщиков при наличии значительных потребностей в рефинансировании существующих долгов (спред “ЕМВІ+Украина” в начале декабря 2012 г. составлял 583 б. п., а средневзвешенная доходность корпоративных долговых обязательств на вторичном рынке – 9,5%; при этом за 2012 г. резиденты Украины должны были погасить кратко- и долгосрочных внешних обязательств на сумму 56,8 млрд. дол.);

4) сокращение поступлений иностранного капитала в банковскую систему и стагнация внутреннего кредитования реальной экономики (за 10 месяцев расходы на погашение внешнего долга банков превысили суммы их внешних займов на 2 млрд. дол.; прирост внутренних кредитов банков нефинансовым корпорациям составил 4,5%, а сумма кредитов сроком свыше 1 года уменьшилась на 3,4%).

Несмотря на указанные негативные тенденции, Правительству и НБУ пока удается удерживать ситуацию под контролем. Но с учетом стагнации мирового спроса и вероятного обострения европейского долгового кризиса в экстренном порядке следует выстроить систему мер для противодействия влиянию внешних шоков и максимально полного использования внутренних ресурсов и резервов экономи-

ческого развития. Важное место в системе таких мер занимает политика государственных заимствований и управления внешним совокупным долгом.

По данным МВФ, в странах с формирующимися рынками долг общего правительства по состоянию на конец 2011 г. в среднем составил 37,6% ВВП. Такой уровень почти отвечал объему государственного долга Украины — 36,5% ВВП. Однако в Украине не существует достоверного учета долга общего правительства с учетом всех уровней управления (включая местные долги и долги фондов социального страхования), а приведенное в таблице 1 значение долга общего правительства соответствует уровню долга центрального правительства. Поэтому долг общего правительства в Украине уже превысил средний показатель долга для стран с формирующимися рынками.

Таблица 1

Долг сектора общего государственного управления *

(% ВВП)

Страны и группы стран	Годы								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Страны с формирующимися рынками:									
Аргентина.....	76,5	67,1	58,5	58,7	49,1	44,2	43,3	41,9	41,6
Бразилия.....	66,7	65,2	63,5	66,9	65,2	66,2	65,1	63,1	61,5
Болгария.....	23,4	18,6	15,5	15,6	16,7	17,0	21,3	17,6	16,4
Чили.....	5,0	3,9	4,9	5,8	8,6	9,9	10,1	9,8	8,7
Китай.....	16,2	19,6	17,0	17,7	33,5	25,8	22,0	19,4	17,1
Колумбия.....	36,8	32,7	30,8	35,9	36,1	34,7	32,3	32,3	31,4
Венгрия.....	65,9	67,0	72,9	79,7	81,3	80,4	76,3	76,0	75,4
Индия.....	78,5	75,4	74,7	75,0	69,4	68,1	67,6	66,8	66,2
Индонезия.....	39,0	35,1	33,2	28,6	27,4	25,0	23,2	21,1	19,2
Иордания.....	76,3	73,8	60,3	64,5	66,8	69,8	71,9	71,5	70,7
Казахстан.....	6,7	5,9	6,7	10,2	10,7	10,9	9,6	8,3	7,4
Кения.....	46,8	46,0	45,5	47,6	49,8	48,9	46,6	45,5	44,8
Латвия.....	9,9	7,8	17,2	32,9	39,9	37,8	39,1	41,6	39,1
Литва.....	17,9	16,8	15,5	29,4	38,0	39,0	40,9	41,2	40,5
Малайзия.....	43,2	42,7	42,8	55,4	52,9	52,6	53,1	54,0	54,8
Мексика.....	38,4	37,8	43,1	44,6	42,9	43,8	42,9	42,9	43,0
Марокко.....	59,4	54,6	48,2	48,0	51,3	54,4	56,0	57,4	58,0
Нигерия.....	11,8	12,8	11,6	15,2	18,0	17,9	18,3	18,9	19,2
Пакистан.....	57,5	54,9	59,6	60,7	61,5	60,1	61,7	60,1	58,3
Перу.....	33,1	30,4	25,2	28,4	24,6	21,6	20,7	19,8	19,2
Филиппины.....	51,6	44,6	44,2	44,3	42,2	40,5	40,1	38,7	37,2
Польша.....	47,7	45,0	47,1	50,9	54,9	55,4	55,7	55,2	53,9
Румыния.....	12,6	12,7	13,6	23,8	31,2	33,0	34,2	33,0	31,6
Россия.....	9,0	8,5	7,9	11,0	11,7	9,6	8,4	7,9	9,0
Саудовская Аравия.....	27,3	18,5	13,2	15,9	9,9	7,5	5,9	5,2	4,6
Южная Африка.....	32,6	28,3	27,4	31,5	35,3	38,8	40,0	40,8	41,5
Таиланд.....	42,0	38,3	37,3	45,2	42,6	41,7	44,4	46,3	49,0
Турция.....	46,5	39,9	40,0	46,1	42,2	39,4	36,0	34,6	33,5
Украина.....	14,8	12,3	20,5	35,4	40,1	36,5	35,9	33,2	31,9
В среднем.....	61,6	59,8	62,3	69,1	73,9	74,0	74,1	73,8	73,0
Развитые страны.....	76,7	75,4	81,5	93,0	99,3	103,5	106,5	108,6	109,4
Страны с формирующимися рынками.....	37,1	35,9	34,7	36,7	41,0	37,6	35,7	34,1	32,9
Страны еврозоны.....	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0	90,8
“Большая семерка”.....	85,5	84,7	91,8	105,0	112,1	116,8	120,2	122,8	124,0
“Большая двадцатка”.....	65,0	63,5	66,0	72,8	77,9	77,7	77,5	77,1	76,2

* Составлено по данным МВФ.

Тревожную картину дают также анализ структурных составляющих государственного и внешнего совокупного долга Украины, а также оценка их соотношений с макрофинансовыми показателями.

Как свидетельствуют данные таблицы 2, существенные угрозы для долговой устойчивости Украины порождены:

- значительными объемами изъятия валютных ресурсов (28% экспортной выручки) на внешнедолговые выплаты всех секторов экономики;
- величиной краткосрочных внешних обязательств резидентов Украины и погашения долгосрочного внешнего долга в течение года относительно уровня международных резервов Украины (185%);
- большой долей долговых обязательств, деноминированных в иностранной валюте или привязанных к обменному курсу в структуре государственного долга Украины (64%);
- существенным объемом государственного и гарантированного государством долга относительно ВВП страны (37%);
- высоким уровнем государственного и гарантированным государством долга относительно доходов государственного бюджета (145%).

По оценкам агентства Credit Markets Analysis (CMA), Украина входит в первую десятку стран мира по вероятности дефолта, занимая 6-е место в рейтинге проблемных должников после Греции, Кипра, Аргентины, Пакистана и Венесуэлы. Вероятность дефолта в Украине в течение следующих 5 лет оценивается его специалистами на уровне 40%¹. Такой рейтинг составляется на основе ранжирования доходности пятилетних кредитно-дефолтных свопов (CDS) разных стран. Конечно, можно ставить вопрос, действительно ли инструментарий CDS отражает кредитные риски, является ли риск неплатежеспособности Украины выше риска Испании и Ирландии? Но не вызывает сомнений тот факт, что долговая позиция Украины неустойчива, а платежеспособность Правительства – не гарантирована.

Стоит обратить внимание и на такой тревожный факт: в июле 2012 г. Правительство Украины разместило пятилетние еврооблигации на сумму 2 млрд. дол. с доходностью 9,25%, а в сентябре – на 600 млн. дол. с доходностью 7,46% годовых. При этом средневзвешенная доходность суверенных облигаций в пораженной кризисом еврозоне в июле 2012 г. равнялась 3,25%, а доходность десятилетних государственных облигаций Испании в то время составляла 6,8%, Италии – 6%, Ирландии – 6,1%, Кипра – 7%. Следует напомнить, что Испания вошла в группу проблемных заемщиков еврозоны в июне 2012 г., когда доходность ее суверенных десятилетних облигаций достигла 7%. В целом в еврозоне считается, что при росте рыночных процентных ставок по долгосрочным государственным обязательствам до уровня 7% нарушается нормальный процесс привлечения займов и рефинансирования долга, вследствие чего соответствующая страна зачисляется в группу кризисных и может претендовать на получение внешней финансовой помощи.

Таким образом, существенный рост государственного долга Украины в 2008–2012 гг., неопределенная ситуация с рефинансированием накопленных долгов, повышение валютных рисков государственного долга и стоимости привлечения новых займов, а также усиление степени рискованности условных обязательств государства актуализируют проблемы долговой устойчивости и требуют взвешенного управления государственным и внешним совокупным долгом Украины.

Приоритеты и задачи долговой политики в Украине. Долговая политика государства – это совокупность действий, связанных с осуществлением займов, обслужива-

¹ См.: CMA Global Sovereign. Credit Risk Report. – 2012. – 3rd Quarter [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.cmavision.com>.

Таблица 2

Показатели долговой устойчивости *

Показатели	Предельно допустимое значение	Среднее значение для стран с формирующимися рынками ****	Фактические значения для Украины	Оценка уровня рисков (баллы по десятибалльной шкале)
Государственный долг и гарантированный государством долг (% ВВП)	40	37,6 ***	37,4 **	9
Государственный долг и гарантированный государством долг (% доходов государственного бюджета)	200	146,6	154,4 **	8
Валовой внешний долг (% экспорта товаров и услуг)	150–200	68,7	145,1	9
Обслуживание государственного долга (% доходов бюджета)	15	12	8,4 **	6
Погашение и обслуживание долгосрочного внешнего совокупного долга (% экспорта)	25	9,8	28	10
Краткосрочный внешний долг по окончательному сроку погашения (% к международным резервам)	100	73	185	10
Циклически скорректированный первичный баланс сектора общего государственного управления (% ВВП)	-0,5	0,4	0,1	2
Валовые потребности Правительства в заемном финансировании (сумма планируемого дефицита бюджета и погашения долга) (% ВВП)	20	10,9	7,1	3
Средний срок до погашения государственного долга (лет)	2,3	6,4	4,1	5
Доля долговых обязательств, денонмированных в иностранной валюте или привязанных к обменному курсу, в общей сумме государственно-го долга (%)	50	54,9	64,3	10

* Составлено по результатам эмпирических исследований и авторским разработкам.

** За январь — август 2012 г.

*** По состоянию на конец 2011 г.

**** По состоянию на конец 2010 г.

нием и погашением государственного долга, других операций с государственным долгом, а также с регулированием внешних корпоративных заимствований, которые направлены на оптимизацию условий привлечения займов, обеспечение своевременного и полного выполнения долговых обязательств, уменьшение расходов бюджета на обслуживание долга при удерживании допустимого уровня долговых рисков, на поддержку экономически безопасного размера государственного и внешнего совокупного долга.

В условиях волатильности международных рынков и доминирования в структуре государственного долга Украины задолженности в иностранной валюте (64%) объективно возникает потребность в переориентации долговой политики государства на использование внутренних источников и резервов. В данном контексте первоочередной задачей является содействие развитию рынка гривневых заимствований Правительства и увеличение доли долга в национальной валюте в структуре государственного долга по крайней мере до 50%. Такие меры должны снизить валютные риски и риски пролонгации государственного долга Украины.

Наряду с этим, важными задачами макрофинансовой и долговой политики в Украине являются:

- совершенствование инструментария государственных заимствований с целью активизации спроса на гривневые займы Правительства: введение облигаций сберегательного займа и облигаций с плавающей процентной ставкой, индексированной на уровень инфляции;

- недопущение разбалансирования государственных финансов в период усиления внешних рисков и удерживание дефицита государственного бюджета Украины на уровне до 3% ВВП;

- удерживание государственного и гарантированного государством долга на уровне до 40% ВВП с целью минимизации рисков финансовой дестабилизации под влиянием внешних шоков и сохранения возможностей для проведения антициклической бюджетной политики;

- продолжение кредитного сотрудничества с МВФ, ресурсы которого позволят покрыть финансовые разрывы бюджета и платежного баланса Украины;

- оздоровление финансов НАК “Нафтогаз України” и уменьшение объемов ее бюджетной поддержки для перекрытия каналов неконтролируемого наращивания государственного долга Украины;

- разработка инструментария регулирования внешних корпоративных заимствований и внедрение интегрированной аналитической системы учета условных обязательств государства, что создаст основу для повышения степени управляемости долговых процессов и уменьшения рискованности условных обязательств для бюджета.

1. Содействие развитию рынка гривневых заимствований Правительства и увеличение доли долга в национальной валюте в структуре государственного долга Украины по меньшей мере до 50%.

Согласно данным Министерства финансов Украины, по состоянию на 31 октября 2012 г. в общей сумме государственного и гарантированного государством долга Украины (а это 493 млрд. грн.) на задолженность в национальной валюте приходилось 36% общей суммы долга, а на задолженность в иностранных валютах — 64%. В то же время в странах с низким и средним уровнями доходов, которые предоставляют отчетность МВФ, на конец 2009 г. доля внутреннего долга составляла 53,7%, соответственно, доля внешнего — 46,3%. К группе стран с наивысшей долей внутреннего государственного долга относились Бразилия (95,1%), Чехия (70%), Индия (96%), Казахстан (79,7%), Непал (100%), Сингапур (100%).

Деформации в структуре государственного долга Украины вызваны чрезмерным привлечением Правительством внешних и внутренних займов в иностранной валюте. Так, за январь — август 2012 г. в государственный бюджет Украины поступило 79,7 млрд. грн. от привлечения государственных займов, при этом на гривневые заимствования приходилось лишь 27,6 млрд. грн. То есть *государственные займы в национальной валюте без привязки к обменному курсу составляли всего 34,7% общей суммы государственных займов и 52% внутренних государственных займов*. Государственные заимствования, которые в настоящее время в Украине проводятся преимущественно в иностранной валюте или с гарантиями сохранения валютного эквивалента займа, привели к критическому обострению проблемы валютных рисков государственного долга Украины.

Политика замещения внешних и внутренних валютных займов внутренними займами, деноминированными в гривне, уменьшит зависимость государственных финансов Украины от стремительных перетоков международных капиталов и резких изменений обменных курсов. Основными рычагами активизации внутреннего рынка ссудных капиталов в Украине должны стать совершенствование организационно-правовой базы функционирования рынка государственных ценных бумаг и повышение инвестиционной привлекательности внутренних долговых обязательств. Хотя государственные облигации должны размещаться преимущественно на рыночных условиях, при определенных условиях не стоит исключать возможность участия НБУ в первичных аукционах по размещению ОВГЗ. Такими условиями могут быть: потеря доступа к внешним рыночным займам, временное снижение рыночного спроса на ОВГЗ, пиковые выплаты по государственному долгу при невозможности привлечения рыночных займов по разумным ставкам.

С началом глобального финансово-экономического кризиса массовые выкупы центральными банками казначейских обязательств стали обычной мировой практикой. Так, ФРС США ежегодно покупает долговые обязательства Казначейства на сумму 400 млрд. дол. Сумма накопленных требований центрального банка к правительству достигла 19,4% ВВП в Японии, 18,4% ВВП в Соединенном Королевстве и 11,1% ВВП в США (по состоянию на начало 2012 г.)². В то же время вложения в ОВГЗ Национального банка Украины по состоянию на начало октября равнялись 7,1% ВВП.

Возможность прямого кредитования центральным банком правительства и государственных корпораций (в том числе и путем выкупа долговых обязательств) предусмотрена законодательством Аргентины, Багамских островов, Бахрейна, Бангладеш, Барбадоса, Фиджи, Гаити, Иордании, Индии, Ирана, Кореи, Маврикия, Никарагуа, Пакистана, Йемена, Коста-Рики, Сербии, Южной Африки, Уганды³. В некоторых странах максимальная сумма кредитов центрального банка правительству ограничивается объемом расходов бюджета (5% в Коста-Рике и 25% в Бахрейне), денежной базы (12% в Аргентине), капитала и резервов центрального банка (в Южной Африке).

2. Совершенствование инструментария внутренних государственных заимствований: введение облигаций сберегательного займа и облигаций с плавающей процентной ставкой, индексированной на уровень инфляции, при уменьшении выпуска валютных ОВГЗ.

² См.: International Monetary Fund // Fiscal Monitor, Balancing Fiscal Policy Risks. — April. — 2012. — P. 17 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.imf.org/external/pubs/pubs/ft/fm/2012/01/fmindex.htm>.

³ См.: *Jácome L.I., Matamoros-Indorf M., Sharma M. and Townsend I S.* Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices? // IMF Working Paper. — January. — 2012.

На наш взгляд, внедрение долгосрочных инструментов с доходностью, определяемой на основе темпов инфляции, позволит решить следующие важные задачи в сфере государственных финансов Украины: а) повысить спрос инвесторов на внутренние долговые обязательства Правительства; б) продлить срок долговых обязательств и снизить риски пролонгации долга, свойственные долговому портфелю Правительства; в) снизить стоимость обслуживания внутреннего государственного долга в условиях нестабильной и непредсказуемой инфляции.

Увеличение выпусков облигаций, привязанных к темпам инфляции, стало заметной тенденцией в сфере формирования внутреннего государственного долга стран с формирующимися рынками. Такие выпуски проводились преимущественно в странах, которые в свое время пережили гиперинфляцию или имели нестабильную инфляционную динамику. По оценкам МВФ, в странах с формирующимися рынками сумма облигаций с инфляционной привязкой в 1996–2004 гг. увеличилась почти втрое.

В Швеции облигации с доходностью, привязанной к темпам инфляции, были введены в 1994 г. Со временем их доля в общей сумме государственного долга достигла 8%. Введение данного типа долговых обязательств правительства обосновывалось необходимостью экономии бюджетных средств на процентных выплатах. В начале 1990-х годов инфляционный таргет монетарной власти не вызывал значительного доверия у субъектов рынка, поэтому они отдавали предпочтение инструментам, защищенным от инфляционного обесценивания. В тот период степень доверия субъектов рынка к монетарной политике повысилась, что привело к сворачиванию эмиссии индексированных облигаций.

При введении накопительной пенсионной системы в Украине возникнет необходимость в новом виде государственных ценных бумаг – сберегательных облигациях государственного займа. Они должны стать объектом инвестирования средств институциональных инвесторов – негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов и компаний по управлению активами, которые распоряжаются пенсионными накоплениями граждан. Сберегательные облигации должны иметь длительный срок погашения и годовой купонный доход, который приблизительно будет соответствовать фактическим темпам инфляции. В мировой практике данный вид государственных ценных бумаг, как правило, не подлежит обращению на вторичном рынке.

В других странах пенсионные фонды и страховые компании стремятся к продлению сроков собственных активов, поэтому охотно покупают долгосрочные государственные обязательства. Коммерческие банки занимают ведущие позиции на рынке ценных бумаг с коротким сроком обращения; они в основном формируют спрос на краткосрочные государственные обязательства, которые используются для управления банковской ликвидностью. В 2004 г., согласно оценкам МВФ, в 10 самых крупных странах с формирующимися рынками в государственные ценные бумаги пенсионные фонды вложили около 40% собственных активов, а страховые компании – 13%.

В США сберегательные облигации – это именные ценные бумаги, не подлежащие свободному обращению на рынке и реализующиеся Казначейством непосредственно инвесторам. Собственники сберегательных облигаций могут удерживать их до срока погашения или воспользоваться правом досрочного погашения, а продажа другим инвесторам невозможна. Право на приобретение таких облигаций имеют лишь граждане и резиденты США.

В Российской Федерации государственные сберегательные облигации являются нерыночными ценными бумагами, предназначенными для институциональных

инвесторов, созданными по аналогии с инструментами, которые выпускаются в ряде развитых стран. Отличительным признаком российских государственных сберегательных облигаций, по сравнению с другими государственными ценными бумагами, является фиксированная процентная ставка доходности. Таким образом, в Украине для активизации рыночного спроса на гривневые облигации Правительства целесообразно ввести в практику государственных заимствований ОВГЗ с доходностью, индексированной на уровень инфляции, и сберегательные облигации, часть из которых будет представлена индексированными инструментами.

3. Недопущение разбалансирования государственных финансов в период усиления внешних рисков и удерживание дефицита государственного бюджета Украины на уровне до 3% ВВП.

В условиях замедления темпов развития национальной экономики стимулирующая бюджетно-налоговая политика могла бы стать средством активизации экономической деятельности благодаря положительному влиянию на уровень совокупного спроса и доходов экономических субъектов. Однако следует учитывать, что бюджетная экспансия может порождать угрозы для стабильности государственных финансов вследствие нарушения долговой устойчивости. Известно, что стимулирующую бюджетную политику не могут позволить себе страны с высоким уровнем государственного долга, с высокими рискованными премиями в составе процентных ставок по долговым обязательствам, а также страны, не имеющие стабильного доступа к внешнему финансированию. В то же время сдерживающая бюджетная политика стала бы фактором замедления экономической активности и ухудшения перспектив экономического роста. Поэтому, на наш взгляд, **балансируя между рисками торможения экономической деятельности и нарушения долговой устойчивости, Украина должна проводить умеренную бюджетно-налоговую политику, допуская дефицит бюджета на уровне 2–3% ВВП.**

В случае стагнации реального ВВП стоит запустить действие автоматических стабилизаторов, которые приведут к незначительному росту бюджетного дефицита. Однако краткосрочные паузы в проведении бюджетной консолидации не должны отодвигать на задний план меры, связанные с оздоровлением государственных финансов в среднесрочном периоде. Таким образом, после нивелирования проявлений нестабильности на международных рынках Украине следует продолжить политику бюджетной консолидации, что создает весомые предпосылки для устойчивого роста экономики в долгосрочной перспективе.

Международные сравнения свидетельствуют о наличии существенного потенциала для бюджетной консолидации в Украине. Так, в 2011 г. расходы общего правительства в Украине (с учетом местных органов и фондов обязательного социального страхования) составляли 45,2% ВВП, что на 3 процентных пункта превышало средний уровень расходов в развитых странах и на 17 процентных пунктов – средний уровень в странах с формирующимися рынками (табл. 3); на расходы общего правительства в странах с формирующимися рынками приходилось 28,5% ВВП.

Таблица 3

Расходы сектора общего государственного управления *

(% ВВП)

Страны и группы стран	Годы								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (прогноз)	2013 (прогноз)	2014 (прогноз)
Страны с формирующимися рынками:									
Аргентина.....	30,8	33,6	34,2	37,9	38,8	40,0	39,4	38,9	39,2
Бразилия.....	39,5	38,3	37,7	38,1	39,4	38,8	38,6	38,8	38,7

Окончание таблицы 3

Болгария.....	33,6	34,9	35,2	36,2	36,6	34,6	34,9	35,6	35,6
Чили.....	18,7	19,4	21,7	24,6	23,6	23,3	23,6	23,4	22,6
Китай.....	18,9	18,9	20,0	23,1	22,5	23,6	24,1	23,9	23,7
Колумбия.....	28,1	28,2	26,3	29,1	29,0	28,7	28,6	28,5	28,4
Венгрия.....	52,2	50,6	49,2	51,4	49,5	48,4	48,8	48,8	48,8
Индия.....	25,7	26,0	27,5	29,3	28,0	27,1	27,1	27,3	27,3
Индонезия.....	20,1	20,3	21,3	18,3	18,2	19,0	18,9	18,5	18,1
Иордания.....	36,4	37,0	34,4	34,9	30,4	32,3	32,1	31,3	31,4
Казахстан.....	19,8	24,1	26,7	23,4	22,5	22,8	24,1	24,5	24,6
Латвия.....	36,7	35,7	43,1	44,1	43,4	39,3	38,5	36,0	34,5
Литва.....	33,7	34,8	37,3	43,9	42,1	39,3	38,6	37,7	36,6
Малайзия.....	27,1	27,9	28,8	32,4	28,5	29,7	27,9	28,0	27,7
Мексика.....	22,8	23,1	24,6	28,3	26,9	26,2	24,5	24,4	24,3
Марокко.....	29,4	30,1	31,8	31,1	31,9	34,5	32,6	32,4	31,8
Пакистан.....	18,4	20,8	22,3	19,9	20,3	19,1	19,5	19,3	19,2
Перу.....	18,2	17,7	18,9	20,9	20,3	19,1	19,8	20,0	19,9
Филиппины.....	19,1	19,0	18,6	20,1	19,2	18,1	19,2	18,7	18,7
Польша.....	43,9	42,2	43,2	44,5	45,4	44,5	44,0	43,8	43,4
Румыния.....	33,7	35,4	37,0	38,5	38,7	35,5	34,0	33,5	33,6
Россия.....	31,1	33,1	34,3	41,4	39,0	36,8	38,1	37,1	36,5
Саудовская Аравия.....	32,0	34,6	31,6	45,6	42,0	39,9	35,1	38,6	39,7
Южная Африка.....	26,9	28,1	30,2	33,1	32,3	32,0	31,7	31,4	31,1
Таиланд.....	20,1	21,3	21,2	24,0	23,2	23,3	24,3	24,3	24,5
Турция.....	32,8	33,3	33,8	37,7	35,4	34,2	34,2	33,9	33,5
Украина.....	44,6	43,8	47,4	48,6	48,5	45,2	43,6	42,1	41,9
В среднем.....	33,9	33,8	35,0	38,2	37,0	36,3	35,8	35,1	34,6
Развитые страны.....	38,7	38,6	40,4	44,5	43,3	42,7	42,0	41,2	40,6
Страны с формирующимися рынками.....	26,1	26,4	27,2	29,7	28,8	28,5	28,5	28,2	28,0
Страны еврозоны.....	46,7	46,0	47,2	51,1	50,9	49,4	49,1	48,7	48,2
“Большая семерка”.....	39,2	39,1	41,1	45,5	44,2	43,7	42,9	42,2	41,5
“Большая двадцатка”.....	33,6	33,4	34,6	38,0	36,6	36,1	35,6	34,9	34,4

* Составлено по данным МВФ.

Среди стран с формирующимися рынками более высокий по сравнению с Украиной уровень государственных расходов имела только Венгрия – 48,4% ВВП. Даже новые члены ЕС, которые начали внедрять западные стандарты “государства общего благосостояния” (Болгария, Польша, Румыния), характеризуются самым низким соотношением государственных расходов и ВВП – соответственно, 34,6%, 44,5% и 35,5%.

4. Удержание государственного и гарантированного государством долга на уровне до 40% ВВП с целью минимизации рисков финансовой дестабилизации под влиянием внешних шоков и сохранения возможностей для проведения антициклической бюджетной политики.

По состоянию на 31 октября 2012 г. абсолютный размер государственного долга Украины с конца 2007 г. увеличился в 5,5 раза и достиг 493 млрд. грн. В последние годы в стране стремительно возрастали все составляющие государственного долга – прямого, гарантированного, внутреннего и внешнего. Несмотря на то, что у Правительства пока отсутствуют проблемы с выполнением долговых обязательств, любые неблагоприятные факторы внешнего или внутреннего характера (обострение долгового кризиса в ЕС, ухудшение финансового положения украинских банков, неуправляемая девальвация гривни, неконтролируемое увеличение дефицита бюджета, трансформация условных обязательств государства в прямой долг и т. д.)

могут существенно ухудшить платежеспособность государства и подорвать финансовую стабильность. Кроме того, высокий уровень государственного долга ограничивает способность Правительства адекватно реагировать на неблагоприятные внешние шоки. Страны с высоким уровнем государственного долга претерпевают более резкое повышение процентных ставок в условиях неопределенности. Величина государственного долга накануне кризиса 2008–2009 гг. в значительной степени обусловила “свободу маневра” в проведении стабилизационной политики, а также вероятность возникновения проблем с платежеспособностью и ликвидностью Правительства.

Относительный уровень государственного долга Украины уже вплотную приблизился к критическому для стран с низкими и средними доходами – 40% ВВП. В данном отношении достаточно тревожным симптомом являются попытки государства решить проблемы недостаточности инвестиций в определенных секторах за счет наращивания гарантированного долга. Так, изменениями, внесенными в августе в Закон “О Государственном бюджете Украины на 2012 год”, предельный объем предоставления государственных гарантий увеличен на 6,656 млрд. дол., или 53,8 млрд. грн. Законом “О Государственном бюджете Украины на 2013 год” предполагается предоставление государственных гарантий на сумму 50 млрд. грн.

При таких условиях государственный долг (с учетом гарантированного) достаточно быстро превысит экономически безопасный уровень, что существенно усилит вероятность возникновения долгового кризиса в Украине, толчком к которому может стать как сужение потенциала для привлечения новых займов, так и невозможность государства рассчитаться по существующим обязательствам вследствие недостаточности бюджетных средств. С учетом изложенного считаем, что объемы ежегодного предоставления государственных гарантий в Украине не должны превышать 1% ВВП, а сумма государственного и гарантированного государством долга должна удерживаться в пределах до 40% ВВП.

5. Продолжение кредитного сотрудничества с МВФ, ресурсы которого позволят покрыть финансовые разрывы бюджета и платежного баланса Украины в кризисный период.

Сегодня Украина не получает кредитной поддержки МВФ, а соглашение “стенд-бай” в ближайшее время, вероятно, будет аннулировано. В то же время долговые проблемы стран ЕС и значительные потребности в рефинансировании долгов стран с высоким уровнем долговой нагрузки оказывают негативное влияние на оценку суверенных рисков рыночными субъектами. Прекращение на длительное время сотрудничества с МВФ уже стало причиной снижения кредитных рейтингов Украины и существенно усложнило привлечение внешних государственных займов.

Дефицит текущего счета платежного баланса Украины, по итогам 2012 г., может достичь 14 млрд. дол., а ежегодные потребности в рефинансировании краткосрочных внешних обязательств и погашении внешних долгов составляют около 60 млрд. дол. При таких условиях ресурсы МВФ имеют первоочередное значение для финансирования дефицита платежного баланса и покрытия потребностей страны во внешнем финансировании. Сотрудничество с МВФ также критически важно для уменьшения негативных ожиданий субъектов финансового рынка и формирования имиджа Украины как надежного заемщика.

Предложения по замещению кредитов МВФ, в частности, кредитами России и Китая, на наш взгляд, иллюзорны и недостаточно обоснованы. Российский капитал заинтересован в поглощении наиболее ценных производственных активов нашей страны, а политическая элита России – в лишении Украины экономической независимости. Китай же инвестирует собственные ресурсы в высоконадежные ценные бумаги с целью размещения средств официальных валютных резервов, а также в конкретные инвестиционные проекты с привлечением китайских производителей и подрядчиков.

Китай не предоставляет средств на поддержку бюджета и платежного баланса стран — проблемных заемщиц. Поэтому сегодня Украина не имеет альтернативы кредитам МВФ, которые могут стать источником поддержки бюджета, платежного баланса и пополнения валютных резервов. Сотрудничество с МВФ может быть продолжено путем заключения нового соглашения “стенд-бай” или получения доступа к “инструменту быстрого финансирования” — Rapid Financing Instrument. Условия заключенных соглашений могут корректироваться в соответствии с изменениями экономических условий в Украине и параметров развития глобальной экономики.

6. Оздоровление финансов НАК “Нафтогаз України” и уменьшение объемов ее бюджетной поддержки, что позволит перекрыть каналы неконтролируемого наращивания государственного долга.

Решение задачи сбалансирования государственных финансов Украины и оптимизации долговой политики государства невозможно без стабилизации финансового состояния НАК “Нафтогаз України” и реального разграничения финансов предпринимательских структур и бюджета. По международным стандартам финансовой отчетности, убытки компании ежегодно превышают 20 млрд. грн. и покрываются за счет иностранных кредитов, бюджетных компенсаций и пополнения государством ее уставного фонда. В 2009—2012 гг. он был увеличен на 44,3 млрд. грн. путем выпуска ОВГЗ.

С целью оздоровления финансов НАК “Нафтогаз України” и перекрытия каналов неконтролируемого наращивания государственного долга в первоочередном порядке следует принять меры по:

— поэтапному повышению цен на природный газ для населения и теплокоммунэнерго до уровня цен для промышленных потребителей;

— отмене льготных цен на газ для химической, металлургической промышленности и сахарной отрасли; введению распределительных счетов для теплокоммунэнерго; повышению эффективности корпоративного управления и сбалансированию доходов и расходов НАК “Нафтогаз України”.

7. Разработка инструментария регулирования внешних корпоративных заимствований и введение интегрированной аналитической системы учета условных обязательств государства, включая внешние долги банков и нефинансовых предприятий.

По данным НБУ, по состоянию на 1 октября 2012 г., валовой внешний долг Украины достиг 132,4 млрд. дол., из которых 22,6 млрд. дол. — внешние обязательства банковского сектора и 68,5 млрд. дол. — обязательства сектора нефинансовых корпораций.

Внешний корпоративный долг является составляющей условных обязательств государства. При определенных условиях государство несет ответственность по обязательствам корпоративных заемщиков, поскольку их массовое невыполнение угрожает финансовой стабильности и экономической безопасности страны. Справедливость данного тезиса подтвердили события 2007—2009 гг. и европейский долговой кризис 2011—2012 гг. В развитых странах правительства предоставляли значительную по объемам финансовую помощь нефинансовым предприятиям и банкам, которые имели проблемы с ликвидностью.

В Украине масштабные программы рекапитализации банков финансировались за счет выпуска облигаций внутреннего займа. Так, в 2008—2010 гг. с использованием долговых механизмов Правительством предоставлена поддержка государственным и рекапитализированным с учетом государства банкам на сумму 43,5 млрд. грн.

В макроэкономическом контексте существенные притоки иностранного капитала оборачиваются чрезмерным накоплением внешнего долга и высокой уязвимостью к валютным рискам; такие притоки подпитывают внутренний кредитный бум и надувание “пузырей” цен на активы, а в случае внезапной остановки или обратного движения капитала имеют место значительные негативные последствия.

Поскольку контроль за движением капиталов сглаживает пики притока-оттока иностранного капитала и уменьшает связанные с ними зоны уязвимости, регулирование его движения позволяет повышать устойчивость национальной экономики к влиянию финансовых кризисов. Д. Остри, А. Гош и другие ученые доказали, что страны с формирующимися рынками, ограничивающие свободное движение капиталов (особенно долговых потоков), лучше пережили последний финансовый кризис и имели меньше расходов во время кризисов ⁴.

Таким образом, создание долгосрочных условий для стабильности финансовой системы Украины невозможно без взвешенного регулирования внешних займов финансовых и нефинансовых корпораций и соблюдения экономически безопасных размеров суммарных долговых обязательств. Как отмечалось, Украина уже превысила безопасный уровень погашения и обслуживания долгосрочного внешнего долга относительно экспорта (28%) и приближается к критическому уровню внешнего совокупного долга по показателям отношения долга к экспорту (145%).

В мировой практике большинства стран контроль за движением капиталов позволял достичь повышения средней срочности внешних поступлений. В рамках эконометрических исследований такой результат был выявлен для Бразилии, Чили, Колумбии, Хорватии, Малайзии и Таиланда. Исследования подтвердили, что после введения контроля за движением капиталов краткосрочные поступления существенно уменьшались, в то время как изменений в объемах привлечения долгосрочных ресурсов не наблюдалось ⁵.

Вместе с тем эксперты МВФ приходят к выводу, что контроль за движением капиталов и пруденциальные меры, особенно регулирование портфельных инвестиций и займов банков за границей, оборачиваются *уменьшением доли долговых обязательств* в общей сумме внешних обязательств резидентов страны. Эмпирический опыт говорит также о том, что пруденциальные ограничения на операции в иностранной валюте влекут за собой уменьшение внешних долговых обязательств банков ⁶.

Конкретный набор инструментов системы макропруденциального регулирования и контроля за движением капиталов определяется природой возникающих рисков, сферой их распространения и институциональными условиями в стране. Украине в период массового поступления иностранного капитала для сдерживания притока долговых потоков прежде всего стоит перейти, по примеру Кореи и Бразилии, к взиманию “входного” налога (специального налога на привлечение иностранного капитала, называемого “налогом Тобина”). Невозмещаемые резервные требования (URR) и “входные” налоги достаточно распространены в мировой практике. Они считаются альтернативными и в то же время схожими инструментами регулирования потоков капитала, которые отнесены к категории ценовых рычагов.

Оба инструмента увеличивают стоимость иностранного капитала для заемщиков и дестимулируют краткосрочные потоки. URR также можно рассматривать как аналог налога, ставка которого вычисляется как функция процентного займа (инвестиции), которая депонируется в центральном банке, и альтернативной стоимости этих ресурсов. Поскольку при применении URR иностранный инвестор (заемщик) теряет

⁴ См.: *Ostry J.D., Ghosh A., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., and Reinhart D.B.S.* Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note. — Washington : International Monetary Fund. — April. — 2010.

⁵ См.: *Levy-Yeyati E., Schmukler S.L., and Neeltje V.H.* International Financial Integration Through the Law of One Price: The Role of Liquidity and Capital Controls // *Journal of Financial Intermediation*. — 2009. — Vol. 18. — № 3. — P. 432–463.

⁶ См.: *Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A.* Managing Capital Inflows: What Tools to Use? // IMF Staff Discussion Note. — April 5. — 2011.

возможность распоряжаться частью вложенных (привлеченных) средств, это оборачивается потерей ликвидности. Такие потери выливаются в накопление “омертвевших” расходов. С учетом этих обстоятельств некоторые специалисты считают, что сдерживание потоков иностранного капитала путем взимания налогов более продуктивно, чем путем уменьшения ликвидности, что имеет место при применении URR.

В мировой практике выбор между URR и “входным” налогом обычно диктуется мотивами выгоды их администрирования. Как правило, за администрирование URR отвечает центральный банк, а “входного” налога – министерство финансов. Считается, что URR является более сложным и дорогим в администрировании по сравнению с “входным” налогом; его можно в оперативном порядке вводить и отменять, поскольку бюджет страны не зависит от соответствующих поступлений.

Сложность администрирования URR связана с тем, что депонированная сумма должна возвращаться инвестору по истечении определенного периода времени. Кроме того, дополнительные трудности возникают в случае применения разных ставок URR и разных периодов депонирования. Администрирование “входного” налога проще. Налоговые обязательства обычно возникают в момент конвертации иностранной инвестиции (займа) в национальную валюту, и никаких дальнейших действий не требуется. Налоговыми агентами могут выступать уполномоченные банки, брокеры на фондовых биржах, менеджеры фондов и др.

С учетом особенностей привлечения внешних займов национальными предприятиями и банками, источников формируемых рисков и уроков международного опыта страны в периоды циклического подъема на финансовых рынках, Украине следует применять следующие методы макропруденциального регулирования и контроля за движением капиталов:

- “входной” налог для определенных видов поступлений от нерезидентов с дифференциацией налоговых ставок в зависимости от срока кредита или займа (с целью продления структуры внешних заимствований и уменьшения их объема);
- лимитирование суммы внешнедолговых обязательств банковских учреждений относительно размера их капитала или пассивов (для уменьшения сумм внешних заимствований банков и сдерживания внутренних кредитных бумов);
- дифференциацию нормативов обязательного резервирования для обязательств банков в национальной и иностранной валютах (с целью приостановления роста банковских кредитов в иностранной валюте, уменьшения зависимости банков от внешнего финансирования);
- установление более жестких лимитов на открытые валютные позиции (для уменьшения принимаемых банками валютных рисков, нивелирования системных рисков ликвидности, обусловленных финансированием в иностранной валюте).

Меры по управлению потоками капиталов должны действовать как антициклические инструменты и учитывать текущую ситуацию на внутреннем рынке и в мировой экономике. В настоящее время Украина сталкивается с трудностями привлечения иностранного капитала и имеет незначительный профицит финансового счета платежного баланса, поэтому большинство из этих инструментов не могут быть применены в ближайшей перспективе. Однако уже сегодня следует изучать вопросы возможной конфигурации системы контроля за движением капиталов и макропруденциального регулирования в период возобновления массового притока иностранного капитала в экономику Украины. В целом структура системы управления потоками капиталов должна поддерживать достаточную степень гибкости для обеспечения эффективности системы в условиях меняющегося окружения и появления новых вызовов.

Статья поступила в редакцию 30 ноября 2012 г.