УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІКОЮ: ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА

УДК 339.278

Т. П. БОГДАН,
доктор економічних наук,
головний науковий співробітник
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"

БОРГОВА ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ *

Виявлено негативні тенденції в економіці України, зумовлені впливом боргової кризи в країнах ЄС, проаналізовано показники боргової стійкості України, обгрунтовано пріоритети і завдання політики управління її державним боргом та регулювання зовнішнього корпоративного боргу в умовах волатильності міжнародних ринків.

Ключові слова: державний борг, боргова політика держави, внутрішні державні позики, державні гарантії.

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.

Боргові проблеми у світовому вимірі. Модель боргової економіки, яка сформувалась у розвинутих країнах світу за останні десятиріччя, у 2008 р. зазнала краху. В рамках даної моделі рушійною силою сукупного попиту було нарощування боргової піраміди приватних суб'єктів, яка підтримувалася за рахунок кредитної емісії банків та прямої грошової емісії центральних банків. У ході першої хвилі глобальної кризи спроби урядів урятувати гіпертрофований фінансовий сектор та підтримати економічну активність через використання фіскальних стимулів призвели до суттєвого нарощування державних боргів. Державний борг розвинутих країн відносно ВВП за останні 4 роки збільшився на 28 процентних пунктів, а країн з ринками, що формуються, – лише на 1,7 процентного пункта. На початок 2012 р. державний борг розвинутих країн світу сягнув 103,5% ВВП. За оцінками МВФ, до 2013 р. цей борг збільшиться ще на 5 процентних пунктів ВВП. Високий рівень боргового навантаження зафіксований у таких країнах, як Бельгія – 98,5%, Греція – 160,8%, Ісландія – 99,2%, Ірландія – 105%, Італія – 120,1%, Португалія – 106,8%, Японія – 229,8%, США – 102,9%, Франція – 86,3%, Канада – 85% ВВП.

У даний час уряди розвинутих країн змушені балансувати між викликами фіскальної консолідації для уникнення подальшого нарощування боргу і ризиків пролонгації, з одного боку, та пожвавлення економічної діяльності з використанням фіскальних стимулів – з іншого. У 2011 р. у країнах з розвинутою економікою дефіцит бюджету в середньому становив 6,5% ВВП. Найвищим бюджетний дефі-

* Дослідження виконано в рамках НДР "Розвиток державних фінансів в умовах глобалізації" ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (№ держреєстрації 0109U004580).

цит був у США – 9,6% ВВП, у Греції – 9,2%, в Ірландії – 13,1%, в Японії – 10,1%, в Іспанії – 8,9% та в Сполученому Королівстві – 8,6% ВВП.

Нині у єврозоні набирають обертів процеси сегментування фінансових ринків і відпливу капіталу з країн – проблемних позичальниць. Фінансова позиція держав зони євро, як і раніше, є досить чутливою до настроїв інвесторів щодо державних цінних паперів, поширення паніки серед яких може миттєво трансформуватись у зменшення пропозиції позичкових коштів, що знову підніме на поверхню проблеми можливих дефолтів урядів.

Восени 2012 р. міжнародній спільноті та керівним органам ЄС вдалося послабити гостроту європейської боргової кризи, проте досягнута рівновага є нестійкою, а фундаментальні суперечності в рамках ЄС не усунуто. Тому в найближчому майбутньому не варто виключати песимістичного сценарію розвитку подій, за яким цілісність єврозони буде порушено, а фінансова криза поширеться на інші країни і регіони світу. Країни Східної Європи залишаються найбільш уразливими, з огляду на відчутну присутність європейських банків на внутрішніх кредитних ринках і залежність від Західної та Центральної Європи як ринків збуту експортованої продукції.

Виклики для макроекономічної і боргової політики України в умовах волатильності зовнішнього оточення. Відомо, що темпи розвитку української економіки і стабільність її фінансової системи істотним чином залежать від зовнішнього оточення. У 2012 р., внаслідок уповільнення темпів розвитку світової економіки та загострення фінансових проблем у єврозоні, в економіці України спостерігалися такі негативні тенденції та процеси:

1) зниження темпів економічного зростання в умовах падіння світового попиту на експортовану продукцію і несприятливої динаміки цін на світових товарних ринках (за 10 місяців 2012 р. обсяг виробленої промислової продукції зменшився на 1,4% відносно аналогічного періоду 2011 р.);

2) формування високого дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і нестабільність джерел фінансування такого дефіциту (за 10 місяців дефіцит поточного рахунку становив 11,1 млрд. дол., збільшившись у 1,5 раза відносно січня – жовтня 2011 р.);

3) зростання вартості ресурсів міжнародного ринку капіталів для Уряду і корпоративних позичальників за наявності значних потреб у рефінансуванні наявних боргів (спред "EMBI+Україна" на початку грудня 2012 р. становив 583 б. п., а середньозважена дохідність корпоративних боргових зобов'язань на вторинному ринку – 9,5%; при цьому за 2012 р. резиденти України мали погасити коротко- і довгострокових зовнішніх зобов'язань на суму 56,8 млрд. дол.);

4) скорочення надходжень іноземного капіталу до банківської системи і стагнація внутрішнього кредитування реальної економіки (за 10 місяців витрати на погашення зовнішнього боргу банків перевищили суми їх зовнішніх позик на 2 млрд. дол.; приріст внутрішніх кредитів банків нефінансовим корпораціям становив 4,5%, а сума кредитів строком понад 1 рік зменшилася на 3,4%).

Незважаючи на вказані негативні тенденції, Уряду і НБУ поки що вдається втримувати ситуацію під контролем. Але, з огляду на стагнацію світового попиту та ймовірне загострення європейської боргової кризи, в екстреному порядку слід вибудувати систему заходів для протидії впливу зовнішніх шоків і максимально повного використання внутрішніх ресурсів і резервів економічного розвитку. Важ-

ливе місце в системі таких заходів займає політика державних запозичень і управління зовнішнім сукупним боргом.

За даними МВФ, у країнах з ринками, що формуються, борг загального уряду станом на кінець 2011 р. в середньому становив 37,6% ВВП. Такий рівень майже відповідав обсягу державного боргу України – 36,5% ВВП. Проте в Україні не існує достовірного обліку боргу загального уряду з урахуванням усіх рівнів управління (включаючи місцеві борги і борги фондів соціального страхування), а наведене в таблиці 1 значення боргу загального уряду відповідає рівню боргу центрального уряду. Тому борг загального уряду в Україні вже перевищив середній показник боргу для країн з ринками, що формуються.

Таблиця 1

Борг сектору загального державного управління *

(% ВВП)

Країни і групи країн	Роки								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Країни з ринками, що формуються:									
Аргентина	76,5	67,1	58,5	58,7	49,1	44,2	43,3	41,9	41,6
Бразилія	66,7	65,2	63,5	66,9	65,2	66,2	65,1	63,1	61,5
Болгарія	23,4	18,6	15,5	15,6	16,7	17,0	21,3	17,6	16,4
Чилі	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
Колумбія	36,8	32,7	30,8	35,9	36,1	34,7	32,3	32,3	31,4
Угорщина	65,9	67,0	72,9	79,7	81,3	80,4	76,3	76,0	75,4
Індія	78,5	75,4	74,7	75,0	69,4	68,1	67,6	66,8	66,2
Індонезія	39,0	35,1	33,2	28,6	27,4	25,0	23,2	21,1	19,2
Йорданія	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
Кенія	46,8	46,0	45,5	47,6	49,8	48,9	46,6	45,5	44,8
Латвія	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
Малайзія	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
Нігерія	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
Філіппіни	51,6	44,6	44,2	44,3	42,2	40,5	40,1	38,7	37,2
Польща	47,7	45,0	47,1	50,9	54,9	55,4	55,7	55,2	53,9
Румунія	12,6	12,7	13,6	23,8	31,2	33,0	34,2	33,0	31,6
Росія	9,0	8,5	7,9	11,0	11,7	9,6	8,4	7,9	9,0
Саудівська Аравія	27,3	18,5	13,2	15,9	9,9	7,5	5,9	5,2	4,6
Південна Африка	32,6	28,3	27,4	31,5	35,3	38,8	40,0	40,8	41,5
Таїланд	42,0	38,3	37,3	45,2	42,6	41,7	44,4	46,3	49,0
Туреччина	46,5	39,9	40,0	46,1	42,2	39,4	36,0	34,6	33,5
Україна	14,8	12,3	20,5	35,4	40,1	36,5	35,9	33,2	31,9
У середньому	61,6	59,8	62,3	69,1	73,9	74,0	74,1	73,8	73,0
Розвинуті країни	76,7	75,4	81,5	93,0	99,3	103,5	106,5	108,6	109,4
Країни з ринками, що формуються	37,1	35,9	34,7	36,7	41,0	37,6	35,7	34,1	32,9
Країни єврозони	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0	90,8
"Велика сімка"	85,5	84,7	91,8	105,0	112,1	116,8	120,2	122,8	124,0
"Велика двадцятка"	65,0	63,5	66,0	72,8	77,9	77,7	77,5	77,1	76,2

* Складено за даними МВФ.

Тривожну картину дають також аналіз структурних складових державного і зовнішнього сукупного боргу України, а також оцінка їх співвідношень з макрофінансовими показниками.

Як свідчать дані таблиці 2, суттєві загрози для боргової стійкості України породжені:

– значними обсягами вилучення валютних ресурсів (28% експортної виручки) на зовнішньоборгові виплати всіх секторів економіки;

– величиною короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України та погашення довгострокового зовнішнього боргу впродовж року відносно рівня міжнародних резервів України (185%);

– великою часткою боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу в структурі державного боргу України (64%);

– істотним обсягом державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП країни (37%);

– високим рівнем державного і гарантованого державою боргу відносно доходів державного бюджету (145%).

За оцінками агенції Credit Markets Analysis (CMA), Україна входить до першої десятки країн світу за ймовірністю дефолту, займаючи 6-те місце в рейтингу проблемних боржників після Греції, Кіпру, Аргентини, Пакистану та Венесуели. Ймовірність дефолту в Україні протягом наступних 5 років оцінюється її фахівцями на рівні 40% [1]. Такий рейтинг складається на основі ранжування дохідності п'ятирічних кредитно-дефолтних свопів (CDS) різних країн. Звичайно, можна ставити запитання, чи дійсно інструментарій CDS відображає кредитні ризики, чи ризик неплатоспроможності України є вищим, ніж такий ризик Іспанії та Ірландії? Але не викликає сумнівів той факт, що боргова позиція України не є стійкою, а платоспроможність Уряду не є гарантованою.

Варто звернути увагу і на такий тривожний факт: у липні 2012 р. Уряд України розмістив п'ятирічні єврооблігації на суму 2 млрд. дол. з дохідністю 9,25%, а у вересні – на 600 млн. дол. з дохідністю 7,46% річних. При цьому середньозважена дохідність суверенних облігацій в ураженій кризою єврозоні в липні 2012 р. дорівнювала 3,25%, а дохідність десятирічних державних облігацій Іспанії на той час становила 6,8%, Італії – 6%, Ірландії – 6,1%, Кіпру – 7%. Слід нагадати, що Іспанія ввійшла до групи проблемних позичальників єврозони в червні 2012 р., коли дохідність її суверенних десятирічних облігацій досягла 7%. Узагалі в єврозоні вважається, що при зростанні ринкових процентних ставок за довгостроковими державними зобов'язаннями до рівня 7% порушується нормальний процес залучення позик і рефінансування боргу, внаслідок чого відповідна країна зараховується до групи кризових і може претендувати на отримання зовнішньої фінансової допомоги.

Таким чином, суттєве зростання державного боргу України у 2008–2012 рр., невизначена ситуація з рефінансуванням накопичених боргів, підвищення валютних ризиків державного боргу і вартості залучення нових позик, а також посилення ступеня ризикованості умовних зобов'язань держави актуалізують проблеми боргової стійкості та вимагають зваженого управління державним і зовнішнім сукупним боргом України.

---

[1] Див.: CMA Global Sovereign. Credit Risk Report. – 2012. – 3rd Quarter [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.cmavision.com.

Таблиця 2

Показники боргової стійкості *

Показники	Гранично допустиме значення	Середнє значення для країн з ринками, що формуються ****	Фактичні значення для України	Оцінка рівня ризиків (бали за десятибальною шкалою)
Державний борг і гарантований державою борг (% ВВП)	40	37,6 ***	37,4 **	9
Державний і гарантований державою борг (% доходів державного бюджету)	200	146,6	154,4 **	8
Валовий зовнішній борг (% експорту товарів і послуг)	150–200	68,7	145,1	9
Обслуговування державного боргу (% доходів бюджету)	15	12	8,4 **	6
Погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу (% експорту)	25	9,8	28 (I півріччя 2012 р.)	10
Короткостроковий зовнішній борг за залишковим строком погашення (% до міжнародних резервів)	100	73	185	10
Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління (% ВВП)	–0,5	0,4	0,1	2
Валові потреби Уряду в позичковому фінансуванні (сума планованого дефіциту бюджету і погашення боргу) (% ВВП)	20	10,9	7,1	3
Середній строк до погашення державного боргу (роки)	2,3	6,4	4,1	5
Частка боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в загальній сумі державного боргу (%)	50	54,9	64,3	10

* Складено за результатами емпіричних досліджень та авторськими розробками.

** За січень – серпень 2012 р.

*** Станом на кінець 2011 р.

**** Станом на кінець 2010 р.

Пріоритети і завдання боргової політики в Україні. Боргова політика держави – це сукупність дій, пов'язаних із здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням державного боргу, інших правочинів з державним боргом, а також з регулюванням зовнішніх корпоративних запозичень, які спрямовані на оптимізацію умов залучення позик, забезпечення своєчасного і повного виконання боргових зобов'язань, зменшення видатків бюджету на обслуговування боргу при утриманні допустимого рівня боргових ризиків, на підтримання економічно безпечного розміру державного і зовнішнього сукупного боргу.

В умовах волатильності міжнародних ринків і домінування в структурі державного боргу України заборгованості в іноземній валюті (64%) об'єктивно постає потреба в переорієнтації боргової політики держави на використання внутрішніх джерел і резервів. У даному контексті першочерговим завданням є сприяння розвитку ринку гривневих запозичень Уряду і збільшення частки боргу в національній валюті у структурі державного боргу щонайменше до 50%. Такі заходи мають знизити валютні ризики і ризики пролонгації державного боргу України.

Поряд з тим, важливими завданнями макрофінансової боргової політики в Україні є:

– удосконалення інструментарію державних запозичень з метою активізації попиту на гривневі позики Уряду: запровадження облігацій ощадної позики та облігацій з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції;

– недопущення розбалансування державних фінансів у період посилення зовнішніх ризиків і утримування дефіциту державного бюджету України на рівні до 3% ВВП;

– утримування державного і гарантованого державою боргу на рівні до 40% ВВП з метою мінімізації ризиків фінансової дестабілізації під впливом зовнішніх шоків і збереження можливостей для проведення антициклічної бюджетної політики;

– продовження кредитної співпраці з МВФ, ресурси якого дозволять покрити фінансові розриви бюджету і платіжного балансу України;

– оздоровлення фінансів НАК "Нафтогаз України" та зменшення обсягів її бюджетної підтримки для перекриття каналів неконтрольованого нарощування державного боргу України;

– розробка інструментарію регулювання зовнішніх корпоративних запозичень і запровадження інтегрованої аналітичної системи обліку умовних зобов'язань держави, що створить підгрунтя для підвищення ступеня керованості боргових процесів та зменшення ризикованості умовних зобов'язань для бюджету.

1. Сприяння розвитку ринку гривневих запозичень Уряду та збільшення частки боргу в національній валюті у структурі державного боргу України щонайменше до 50%.

Згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 31 жовтня 2012 р. в загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України (а це 493 млрд. грн.) на заборгованість у національній валюті припадало 36% загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 64%. Водночас у країнах з низьким і середнім рівнями доходів, які надають звітність МВФ, на кінець 2009 р. частка внутрішнього боргу становила 53,7%, відповідно, частка зовнішнього – 46,3%. До групи країн з найвищою часткою внутрішнього державного боргу належали

Бразилія (95,1%), Чехія (70%), Індія (96%), Казахстан (79,7%), Непал (100%), Сінгапур (100%).

Деформації в структурі державного боргу України викликані надмірним покладанням Уряду на залучення зовнішніх і внутрішніх позик в іноземній валюті. Так, за січень – серпень 2012 р. до державного бюджету України надійшло 79,7 млрд. грн. від залучення державних позик, при цьому на гривневі запозичення припадало лише 27,6 млрд. грн. Тобто ***державні позики в національній валюті без прив'язки до обмінного курсу становили лише 34,7% загальної суми державних позик і 52% внутрішніх державних позик***. Державні запозичення, які нині в Україні проводяться переважно в іноземній валюті чи з гарантіями збереження валютного еквіваленту позики, призвели до критичного загострення проблеми валютних ризиків державного боргу України.

Політика заміщення зовнішніх та внутрішніх валютних позик внутрішніми позиками, деномінованими в гривні, зменшить залежність державних фінансів України від стрімких переливів міжнародних капіталів і карколомних змін обмінних курсів. Основними підоймами активізації внутрішнього ринку позичкових капіталів в Україні мають стати вдосконалення організаційно-правової бази функціонування ринку державних цінних паперів та підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх боргових зобов'язань. Хоча державні облігації мають розміщуватися переважно на ринкових умовах, за певних умов не варто виключати можливість участі НБУ в первинних аукціонах з розміщення ОВДП. Такими умовами можуть бути: втрата доступу до зовнішніх ринкових позик, тимчасове зниження ринкового попиту на ОВДП, пікові виплати за державним боргом при неможливості залучення ринкових позик за розумними ставками.

Від початку глобальної фінансово-економічної кризи масові викуповування центральними банками казначейських зобов'язань стали звичайною світовою практикою. Так, ФРС США щороку купує боргових зобов'язань Казначейства на суму 400 млрд. дол. Сума накопичених вимог центрального банку до уряду досягла 19,4% ВВП у Японії, 18,4% ВВП в Сполученому Королівстві та 11,1% ВВП у США (станом на початок 2012 р.) [2]. Водночас вкладення в ОВДП Національного банку України станом на початок жовтня дорівнювали 7,1% ВВП.

Можливість прямого кредитування центральним банком уряду та державних корпорацій (у тому числі й через викуп боргових зобов'язань) передбачена законодавством Аргентини, Багамських островів, Бахрейну, Бангладеш, Барбадосу, Фіджі, Гаїті, Йорданії, Індії, Ірану, Кореї, Маврикію, Нікарагуа, Пакистану, Ємену, Коста-Ріки, Сербії, Південної Африки, Уганди [3]. У деяких країнах максимальна сума кредитів центрального банку уряду обмежується обсягом видатків бюджету (5% у Коста-Ріці та 25% у Бахрейні), грошової бази (12% в Аргентині), капіталу і резервів центрального банку (у Південній Африці).

2. Удосконалення інструментарію внутрішніх державних запозичень: запровадження облігацій ощадної позики та облігацій з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції, при зменшенні випуску валютних ОВДП.

---

[2] Див.: International Monetary Fund // Fiscal Monitor, Balancing Fiscal Policy Risks. – April. – 2012. – P. 17 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.imf.org/external/pubs/pubs/ft/fm/2012/01/ fmindex.htm.

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

На нашу думку, впровадження довгострокових інструментів з дохідністю, яка визначається на основі темпів інфляції, дозволить вирішити такі важливі завдання у сфері державних фінансів України: а) підвищити попит інвесторів на внутрішньоборгові зобов'язання Уряду; б) подовжити строк боргових зобов'язань і знизити ризики пролонгації боргу, властиві борговому портфелю Уряду; в) знизити вартість обслуговування внутрішнього державного боргу в умовах нестабільної та непередбачуваної інфляції.

Збільшення випусків облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, стало помітною тенденцією у сфері формування внутрішнього державного боргу країн з ринками, що формуються. Такі випуски проводилися переважно в країнах, які свого часу пережили гіперінфляцію або мали нестабільну інфляційну динаміку. За оцінками МВФ, у країнах з ринками, що формуються, сума облігацій з інфляційною прив'язкою в 1996–2004 рр. збільшилася майже втричі.

У Швеції облігації з дохідністю, прив'язаною до темпів інфляції, були запроваджені у 1994 р. З часом їх частка в загальній сумі державного боргу досягла 8%. Введення даного типу боргових зобов'язань уряду обгрунтовувалося необхідністю економії бюджетних коштів на процентних виплатах. На початку 1990-х років інфляційний таргет монетарної влади не викликав значної довіри у суб'єктів ринку, тому вони віддавали перевагу інструментам, захищеним від інфляційного знецінення. У той період ступінь довіри суб'єктів ринку до монетарної політики підвищився, що привело до згортання емісії індексованих облігацій.

При запровадженні накопичувальної пенсійної системи в Україні виникне необхідність у введенні нового виду державних цінних паперів – ощадних облігацій державної позики. Вони мають стати об'єктом інвестування коштів інституційних інвесторів – недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, інвестиційних фондів і компаній з управління активами, які розпоряджаються пенсійними накопиченнями громадян. Ощадні облігації повинні мати тривалий строк погашення і річний купонний дохід, що приблизно відповідатиме фактичним темпам інфляції. У світовій практиці даний вид державних цінних паперів, як правило, не підлягає обігу на вторинному ринку.

В інших країнах пенсійні фонди і страхові компанії прагнуть до подовження строків власних активів, тому охоче купують довгострокові державні зобов'язання. Комерційні банки займають провідні позиції на ринку цінних паперів з коротким строком обігу; вони в основному формують попит на короткострокові державні зобов'язання, які використовуються для управління банківською ліквідністю. У 2004 р., згідно з оцінками МВФ, у 10 великих країнах з ринками, що формуються, у державні цінні папери пенсійні фонди вклали близько 40% власних активів, а страхові компанії – 13%.

У США ощадні облігації – це іменні цінні папери, які не підлягають вільному обігу на ринку та реалізуються Казначейством безпосередньо інвесторам. Власники ощадних облігацій можуть утримувати їх до строку погашення або скористатися правом дострокового погашення, а продаж іншим інвесторам неможливий. Право на придбання таких облігацій мають лише громадяни та резиденти США.

У Російській Федерації державні ощадні облігації є неринковими цінними паперами, призначеними для інституційних інвесторів, створеними за аналогією з інструментами, що випускаються в ряді розвинутих країн. Відмінною ознакою російських державних ощадних облігацій, порівняно з іншими державними цінними

паперами, є фіксована процентна ставка дохідності. Отже, в Україні для активізації ринкового попиту на гривневі облігації Уряду доцільно ввести до практики державних запозичень ОВДП з дохідністю, індексованою на рівень інфляції, та ощадні облігації, частина з яких буде представлена індексованими інструментами.

3. Недопущення розбалансування державних фінансів у період посилення зовнішніх ризиків і утримування дефіциту державного бюджету України на рівні до 3% ВВП.

В умовах уповільнення темпів розвитку національної економіки стимулююча бюджетно-податкова політика могла б стати засобом активізації економічної діяльності через позитивний вплив на рівень сукупного попиту і доходів економічних суб'єктів. Проте слід ураховувати, що бюджетна експансія може породжувати загрози для стабільності державних фінансів унаслідок порушення боргової стійкості. Відомо, що стимулюючу бюджетну політику не можуть дозволити собі країни з високим рівнем державного боргу, з високими ризиковими преміями у складі процентних ставок за борговими зобов'язаннями, а також країни, які не мають стабільного доступу до зовнішнього фінансування. Водночас стримуюча бюджетна політика стала б чинником уповільнення економічної активності та погіршення перспектив економічного зростання. Тому, на наш погляд, ***балансуючи між ризиками гальмування економічної діяльності і порушення боргової стійкості, Україна має проводити поміркована бюджетно-податкову політику, допускаючи дефіцит бюджету на рівні 2–3% ВВП.***

У випадку стагнації реального ВВП варто запустити дію автоматичних стабілізаторів, які призведуть до незначного зростання бюджетного дефіциту. Проте короткострокові паузи в проведенні бюджетної консолідації не повинні відсувати на задній план заходи, пов'язані з оздоровленням державних фінансів у середньостроковому періоді. Таким чином, після нівелювання проявів нестабільності на міжнародних ринках Україні варто продовжити політику бюджетної консолідації, що створює вагомі передумови для сталого зростання економіки в довгостроковій перспективі.

Міжнародні порівняння свідчать про наявність суттєвого потенціалу для бюджетної консолідації в Україні. Так, у 2011 р. видатки загального уряду в Україні (з урахуванням місцевих органів і фондів обов'язкового соціального страхування) становили 45,2% ВВП, що на 3 процентних пункти перевищувало середній рівень видатків у розвинутих країнах і на 17 процентних пунктів – середній рівень у країнах з ринками, що формуються (табл. 3); на видатки загального уряду в країнах з ринками, що формуються, припадало 28,5% ВВП.

Таблиця 3

Видатки сектору загального державного управління *

(% ВВП)

Країни і групи країн	Роки								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (прогноз)	2013 (прогноз)	2014 (прогноз)
Країни з ринками, що формуються:									
Аргентина	30,8	33,6	34,2	37,9	38,8	40,0	39,4	38,9	39,2
Бразилія	39,5	38,3	37,7	38,1	39,4	38,8	38,6	38,8	38,7
Болгарія	33,6	34,9	35,2	36,2	36,6	34,6	34,9	35,6	35,6
Чилі	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
Колумбія	28,1	28,2	26,3	29,1	29,0	28,7	28,6	28,5	28,4
Угорщина	52,2	50,6	49,2	51,4	49,5	48,4	48,8	48,8	48,8

Закінчення таблиці 3

Індія	25,7	26,0	27,5	29,3	28,0	27,1	27,1	27,3	27,3
Індонезія	20,1	20,3	21,3	18,3	18,2	19,0	18,9	18,5	18,1
Йорданія	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
Латвія	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
Малайзія	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
Філіппіни	19,1	19,0	18,6	20,1	19,2	18,1	19,2	18,7	18,7
Польща	43,9	42,2	43,2	44,5	45,4	44,5	44,0	43,8	43,4
Румунія	33,7	35,4	37,0	38,5	38,7	35,5	34,0	33,5	33,6
Росія	31,1	33,1	34,3	41,4	39,0	36,8	38,1	37,1	36,5
Саудівська Аравія	32,0	34,6	31,6	45,6	42,0	39,9	35,1	38,6	39,7
Південна Африка	26,9	28,1	30,2	33,1	32,3	32,0	31,7	31,4	31,1
Таїланд	20,1	21,3	21,2	24,0	23,2	23,3	24,3	24,3	24,5
Туреччина	32,8	33,3	33,8	37,7	35,4	34,2	34,2	33,9	33,5
Україна	44,6	43,8	47,4	48,6	48,5	45,2	43,6	42,1	41,9
У середньому	33,9	33,8	35,0	38,2	37,0	36,3	35,8	35,1	34,6
Розвинуті країни	38,7	38,6	40,4	44,5	43,3	42,7	42,0	41,2	40,6
Країни з ринками, що формуються	26,1	26,4	27,2	29,7	28,8	28,5	28,5	28,2	28,0
Країни єврозони	46,7	46,0	47,2	51,1	50,9	49,4	49,1	48,7	48,2
“Велика сімка”	39,2	39,1	41,1	45,5	44,2	43,7	42,9	42,2	41,5
“Велика двадцятка”	33,6	33,4	34,6	38,0	36,6	36,1	35,6	34,9	34,4

* Складено за даними МВФ.

Серед країн з ринками, що формуються, вищий порівняно з Україною рівень державних видатків мала тільки Угорщина – 48,4% ВВП. Навіть нові члени ЄС, які почали впроваджувати західні стандарти “держави загального добробуту” (Болгарія, Польща, Румунія), характеризуються нижчим співвідношенням державних видатків і ВВП – відповідно, 34,6%, 44,5% і 35,5%.

4. Утримування державного і гарантованого державою боргу на рівні до 40% ВВП з метою мінімізації ризиків фінансової дестабілізації під впливом зовнішніх шоків і збереження можливостей для проведення антициклічної бюджетної політики.

Станом на 31 жовтня 2012 р, абсолютний розмір державного боргу України з кінця 2007 р. збільшився в 5,5 раза і досяг 493 млрд. грн. В останні роки в країні стрімко зростали всі складові державного боргу – прямого, гарантованого, внутрішнього і зовнішнього. Хоча поки що у Уряду немає проблем з виконанням боргових зобов’язань, будь-які несприятливі чинники зовнішнього чи внутрішнього характеру (загострення боргової кризи у ЄС, погіршення фінансового стану українських банків, некерована девальвація гривні, неконтрольоване збільшення дефіциту бюджету, трансформація умовних зобов’язань держави у прямий борг тощо) можуть суттєво погіршити платоспроможність держави та підірвати фінансову стабільність. Крім того, високий рівень державного боргу обмежує здатність Уряду адекватно реагувати на несприятливі зовнішні шоки. Країни з високим рівнем державного боргу зазнають більш різкого підвищення процентних ставок в умовах невизначеності. Величина державного боргу напередодні кризи 2008–2009 рр. значною мірою зумовлювала “свободу маневру” щодо проведення стабілі-

заційної політики, а також імовірність виникнення проблем з платоспроможністю і ліквідністю Уряду.

Відносний рівень державного боргу України вже впритул наблизився до критичного для країн з низькими і середніми доходами – 40% ВВП. У даному відношенні досить тривожним симптомом є спроби держави вирішити проблеми недостатності інвестицій у певних секторах за рахунок нарощування гарантованого боргу. Так, змінами, внесеними у серпні до Закону "Про Державний бюджет України на 2012 рік", граничний обсяг надання державних гарантій збільшено на 6,656 млрд. дол., або 53,8 млрд. грн. Законом "Про Державний бюджет України на 2013 рік" передбачається надання державних гарантій на суму 50 млрд. грн.

За таких умов державний борг (з урахуванням гарантованого) досить швидко перевищить економічно безпечний рівень, що суттєво посилить імовірність виникнення боргової кризи в Україні, поштовхом до якої може стати як звуження потенціалу для залучення нових позик, так і неможливість держави розрахуватися за існуючими зобов'язаннями внаслідок недостатності бюджетних коштів. З урахуванням викладеного вважаємо, що обсяги щорічного надання державних гарантій в Україні не повинні перевищувати 1% ВВП, а сума державного і гарантованого державою боргу має утримуватися в межах до 40% ВВП.

5. Продовження кредитної співпраці з МВФ, ресурси якого дозволять покрити фінансові розриви бюджету і платіжного балансу України у кризовий період.

Нині Україна не отримує кредитної підтримки МВФ, а угоду "стенд-бай" найближчим часом, імовірно, буде анульовано. Водночас боргові проблеми країн ЄС і значні потреби в рефінансуванні боргів країн з високим рівнем боргового навантаження справляють негативний вплив на оцінку суверенних ризиків ринковими суб'єктами. Припинення на тривалий час співробітництва з МВФ уже стало причиною зниження кредитних рейтингів України та суттєво ускладнило залучення зовнішніх державних позик.

Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу України, за підсумками 2012 р., може досягти 14 млрд. дол., а щорічні потреби в рефінансуванні короткострокових зовнішніх зобов'язань і погашенні зовнішніх боргів становлять близько 60 млрд. дол. За таких умов ресурси МВФ мають першочергове значення для фінансування дефіциту платіжного балансу і покриття потреб країни в зовнішньому фінансуванні. Співробітництво з МВФ є також критично важливим для зменшення негативних очікувань суб'єктів фінансового ринку та формування іміджу України як надійного позичальника.

Пропозиції щодо заміщення кредитів МВФ, зокрема, кредитами Росії і Китаю, на наш погляд, є ілюзорними та недостатньо обгрунтованими. Російський капітал зацікавлений у поглинанні найцінніших виробничих активів нашої країни, а політична еліта Росії – у позбавленні України економічної незалежності. Китай же інвестує власні ресурси у високонадійні цінні папери з метою розміщення коштів офіційних валютних резервів, а також у конкретні інвестиційні проекти із залученням китайських виробників і підрядників. Китай не надає коштів на підтримку бюджету і платіжного балансу країн – проблемних позичальниць. Тому сьогодні Україна не має альтернативи кредитам МВФ, які можуть стати джерелом підтримання бюджету, платіжного балансу і поповнення валютних резервів. Співпрацю з МВФ може бути продовжено через укладення нової угоди "стенд-бай" або отримання доступу до "інструменту швидкого фінансування" – Rapid

Financing Instrument. Умови укладених угод можуть коригуватися відповідно до зміни економічних умов в Україні та параметрів розвитку глобальної економіки.

6. Оздоровлення фінансів НАК "Нафтогаз України" та зменшення обсягів її бюджетної підтримки, що дозволить перекрити канали неконтрольованого нарощування державного боргу.

Вирішення завдання збалансування державних фінансів України та оптимізації боргової політики держави неможливе без стабілізації фінансового стану НАК "Нафтогаз України" та реального розмежування фінансів підприємницьких структур і бюджету. За міжнародними стандартами фінансової звітності, збитки компанії щороку перевищують 20 млрд. грн. і покриваються за рахунок іноземних кредитів, бюджетних компенсацій і поповнення державою її статутного фонду. У 2009–2012 рр. його було збільшено на 44,3 млрд. грн. шляхом випуску ОВДП.

З метою оздоровлення фінансів НАК "Нафтогаз України" і перекриття каналів неконтрольованого нарощування державного боргу в першу чергу слід вжити заходів щодо:

– поетапного підвищення цін на природний газ для населення і теплокомуненерго до рівня цін для промислових споживачів;

– скасування пільгових цін на газ для хімічної, металургійної промисловості та цукрової галузі; введення розподільчих рахунків для теплокомуненерго; підвищення ефективності корпоративного управління та збалансування доходів і витрат НАК "Нафтогаз України".

7. Розробка інструментарію регулювання зовнішніх корпоративних запозичень і запровадження інтегрованої аналітичної системи обліку умовних зобов'язань держави, включаючи зовнішні борги банків і нефінансових підприємств.

За даними НБУ, станом на 1 жовтня 2012 р., валовий зовнішній борг України досяг 132,4 млрд. дол., з яких 22,6 млрд. дол. – зовнішні зобов'язання банківського сектору та 68,5 млрд. дол. – зобов'язання сектору нефінансових корпорацій.

Зовнішній корпоративний борг є складовою умовних зобов'язань держави. За певних умов держава несе відповідальність за зобов'язаннями корпоративних позичальників, оскільки їх масове невиконання загрожує фінансовій стабільності та економічній безпеці країни. Справедливість даної тези підтвердили події 2007–2009 рр. і європейська боргова криза 2011–2012 рр. У розвинутих країнах уряди надавали значну за обсягами фінансову допомогу нефінансовим підприємствам і банкам, які зазнавали проблем з ліквідністю.

В Україні масштабні програми рекапіталізації банків фінансувалися за рахунок випуску облігацій внутрішньої позики. Так, у 2008–2010 рр. з використанням боргових механізмів Урядом надано підтримку державним і рекапіталізованим за участю держави банкам на суму 43,5 млрд. грн.

У макроекономічному контексті істотні припливи іноземного капіталу обертаються надмірним накопиченням зовнішнього боргу і високою уразливістю до валютних ризиків; такі припливи підживлюють внутрішній кредитний бум і надування "бульбашок" цін на активи, а у випадку раптової зупинки чи зворотного руху капіталу мають місце значні негативні наслідки.

Оскільки контроль за рухом капіталів згладжує піки припливу-відпливу іноземного капіталу і зменшує пов'язані з ними зони уразливості, регулювання його руху дозволяє підвищити стійкість національної економіки до впливу фінансових криз. Д. Острі, А. Гош та інші вчені довели, що країни з ринками, що формують-

ся, які обмежували вільний рух капіталів (особливо боргових потоків), краще пережили останню фінансову кризу і зазнали менших втрат під час криз [4].

Таким чином, створення довгострокових умов для стабільності фінансової системи України неможливе без зваженого регулювання зовнішніх запозичень фінансових і нефінансових корпорацій та дотримання економічно безпечних розмірів сумарних боргових зобов'язань. Як зазначалося, Україна вже перевищила безпечний рівень погашення та обслуговування довгострокового зовнішнього боргу відносно експорту (28%) і наближається до критичного рівня зовнішнього сукупного боргу за показниками відношення боргу до експорту (145%).

У світовій практиці більшості країн контроль за рухом капіталів дозволяв досягти підвищення середньої строковості зовнішніх надходжень. У рамках економетричних досліджень такий результат було виявлено для Бразилії, Чилі, Колумбії, Хорватії, Малайзії і Таїланду. Дослідження підтвердили, що після запровадження контролю за рухом капіталів короткострокові надходження суттєво зменшувалися, тоді як змін в обсягах залучення довгострокових ресурсів не спостерігалося [5].

Поряд з тим експерти МВФ доходять висновку, що контроль за рухом капіталів і пруденційні заходи, особливо регулювання портфельних інвестицій і позик банків за кордоном, обертаються *зменшенням частки боргових зобов'язань* у загальній сумі зовнішніх зобов'язань резидентів країни. Емпіричний досвід говорить також про те, що пруденційні обмеження на операції в іноземній валюті мають своїм наслідком зменшення зовнішніх боргових зобов'язань банків [6].

Конкретний набір інструментів системи макропруденційного регулювання і контролю за рухом капіталів визначається природою ризиків, які виникають, сферою їх поширення та інституційними умовами в країні. Україні в період масового надходження іноземного капіталу для стримування припливу боргових потоків передусім варто перейти, за прикладом Кореї та Бразилії, до стягнення "вхідного" податку (спеціального податку на залучення іноземного капіталу, або "податку Тобіна"). Невідшкодовувані резервні вимоги (URR) та "вхідні" податки є досить поширеними у світовій практиці. Вони вважаються альтернативними і водночас схожими інструментами регулювання потоків капіталу, які віднесено до категорії цінових підойм.

Обидва інструменти здорожують вартість іноземного капіталу для позичальників і дестимулюють короткострокові потоки. URR також можна розглядати як аналог податку, ставка якого обчислюється як функція процентої позики (інвестиції), що депонується в центральному банку, та альтернативної вартості цих ресурсів. Оскільки при застосуванні URR іноземний інвестор (позичальник) втрачає можливість розпоряджатися частиною вкладених (залучених) коштів, це обертається втратою ліквідності. Такі втрати виливаються в накопичення "омертвілих" витрат. З огляду на ці обставини деякі фахівці вважають, що стримування потоків іноземного капіталу через стягнення податків є більш продуктивним, ніж через зменшення ліквідності, що має місце при застосуванні URR.

---

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

[5] Див.: *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. – Vol. 18. – 2009. – № 3. – P. 432–463.

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

У світовій практиці вибір між URR і "вхідним" податком зазвичай диктується мотивами вигідності їх адміністрування. Як правило, за адміністрування URR відповідає центральний банк, а "вхідного" податку – міністерство фінансів. Вважається, що URR є більш складним і дорогим в адмініструванні порівняно з "вхідним" податком; його можна в оперативному порядку вводити і скасовувати, оскільки бюджет країни не залежить від відповідних надходжень.

Складність адміністрування URR пов'язана з тим, що депонована сума має повертатись інвестору після закінчення визначеного періоду. Крім того, додаткові труднощі виникають у разі застосування різних ставок URR і різних періодів депонування. Адміністрування "вхідного" податку є більш простим. Податкові зобов'язання зазвичай виникають у момент конвертації іноземної інвестиції (позики) в національну валюту, і ніяких подальших дій не вимагається. Податковими агентами можуть виступати уповноважені банки, брокери на фондових біржах, менеджери фондів тощо.

З огляду на особливості залучення зовнішніх позик національними підприємствами і банками, джерела ризиків, що формуються, та уроки міжнародного досвіду країни в періоди циклічного піднесення на фінансових ринках, Україні слід застосовувати такі методи макропруденційного регулювання і контролю за рухом капіталів:

– "вхідний" податок для певних видів надходжень від нерезидентів з диференціацією податкових ставок залежно від строку кредиту або позики (з метою подовження структури зовнішніх запозичень і зменшення їх обсягу);

– лімітування суми зовнішньоборгових зобов'язань банківських установ відносно розміру їх капіталу або пасивів (для зменшення сум зовнішніх запозичень банків і стримування внутрішніх кредитних бумів);

– диференціацію нормативів обов'язкового резервування для зобов'язань банків у національній та іноземній валютах (з метою гальмування зростання банківських кредитів в іноземній валюті, зменшення залежності банків від зовнішнього фінансування);

– встановлення більш жорстких лімітів на відкриті валютні позиції (для зменшення валютних ризиків, які приймаються банками, нівелювання системних ризиків ліквідності, які зумовлені фінансуванням в іноземній валюті).

Заходи щодо управління потоками капіталів повинні діяти як антициклічні інструменти і враховувати поточну ситуацію на внутрішньому ринку та у світовій економіці. Нині Україна стикається з труднощами залучення іноземного капіталу і має незначний профіцит фінансового рахунку платіжного балансу, тому більшість з цих інструментів не можуть бути застосовані в найближчій перспективі. Проте вже сьогодні слід вивчати питання можливої конфігурації системи контролю за рухом капіталів і макропруденційного регулювання в період відновлення масового припливу іноземного капіталу до економіки України. Взагалі структура системи управління потоками капіталів має підтримувати достатній ступінь гнучкості для забезпечення ефективності системи в умовах мінливого оточення і появи нових викликів.

Стаття надійшла до редакції 30 листопада 2012 р.