

АЛЕКСАНДР ЖОЛУДЬ, АЛЕКСЕЙ БЛИНОВ, ЕВГЕНИЯ АХТЫРКО  
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ (МЦПИ)

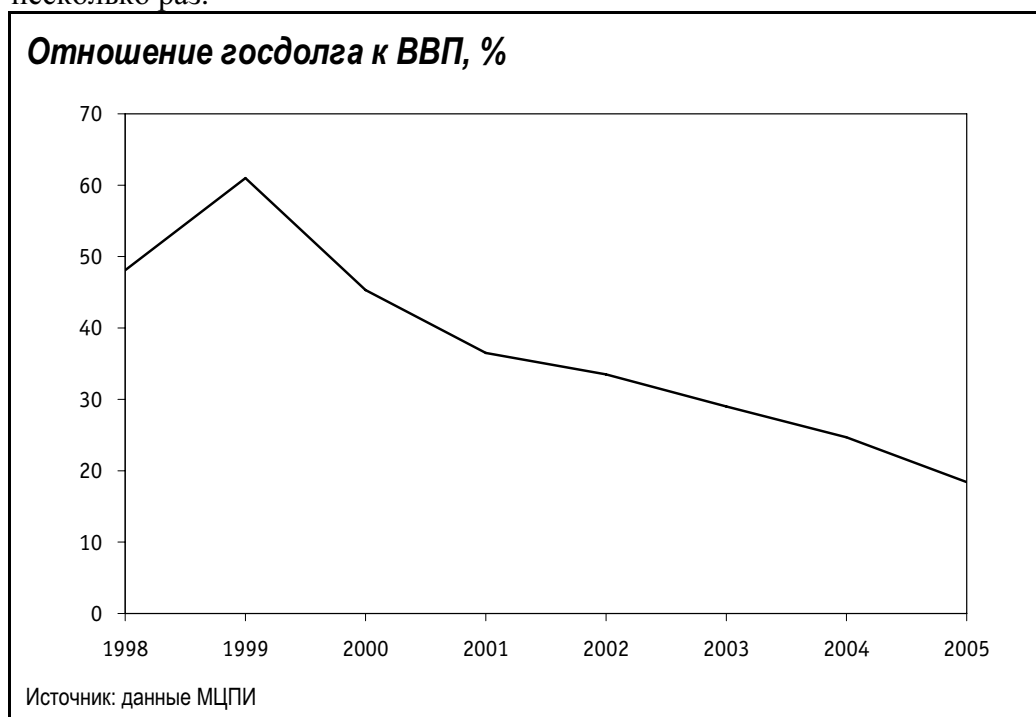
## Не так страшен дефолт...

*Вот уже больше года оценки экономической ситуации в стране варьируются от крайне пессимистических до сверхоптимистических, прогнозы — от апокалиптических до шапкозакидательских. Истина, как это часто бывает, лежит где-то посередине, но никто не знает, ближе к какой из точек зрения она находится. Найти ее — такую задачу поставила себе «ВД».*

Украина вошла в 2006 год с неоднозначными тенденциями экономического развития. С одной стороны — продолжающийся высокий рост реальных доходов населения и ускорение иностранных инвестиций, с другой — нулевые темпы промышленного роста и переход баланса внешней торговли в сектор отрицательных значений. Все это лишь усилило противоречия в дискурсе об экономическом развитии страны.

Одно из наиболее часто высказываемых опасений касается сферы государственных финансов. Предвыборные решения об очередных повышениях социальных выплат и льготах, а также рост цен на импортный газ (с риском дальнейшего пересмотра в сторону увеличения) увеличили нагрузку на бюджетную систему страны. При этом слабый экономический рост не дает оснований говорить о полноценном покрытии дополнительных бюджетных расходов. Появились даже мнения о возможности нового дефолта, подобного тому, что мы имели в конце 1990-х.

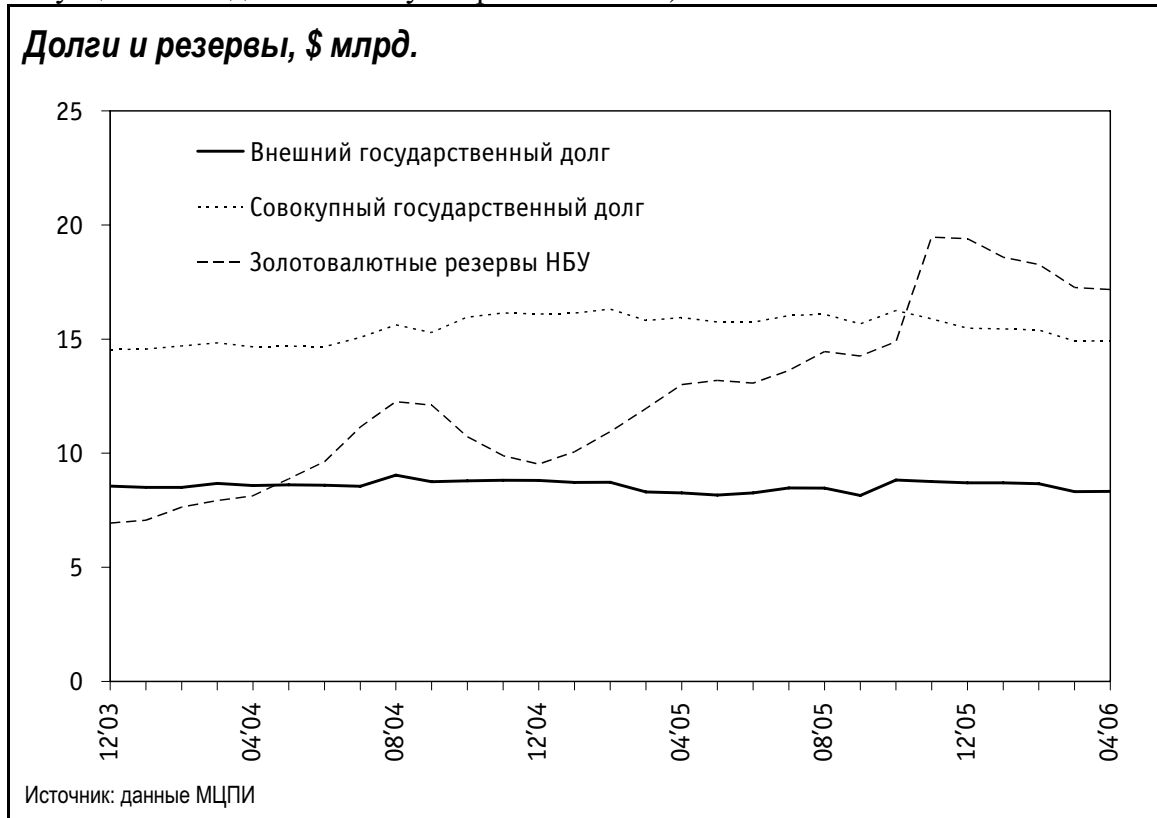
Тем не менее в ближайшие годы такого радикального развития событий ожидать не стоит. Бюджетный дефицит (мы ожидаем, что по факту в 2006 г. дефицит сводного бюджета не превысит 2,5% ВВП) не так уж и высок по мировым меркам и вполне подъемный для Украины. А запас прочности, сформированный за годы высоких темпов роста экономики в целом и экспорта в частности, подкрепляет возможности Украины противостоять разного рода шокам. Вместе с тем, если новое украинское правительство вовремя не среагирует на те вызовы, которые брошены отечественной экономике, — вероятность дефолта возрастет в несколько раз.



## Факторы риска

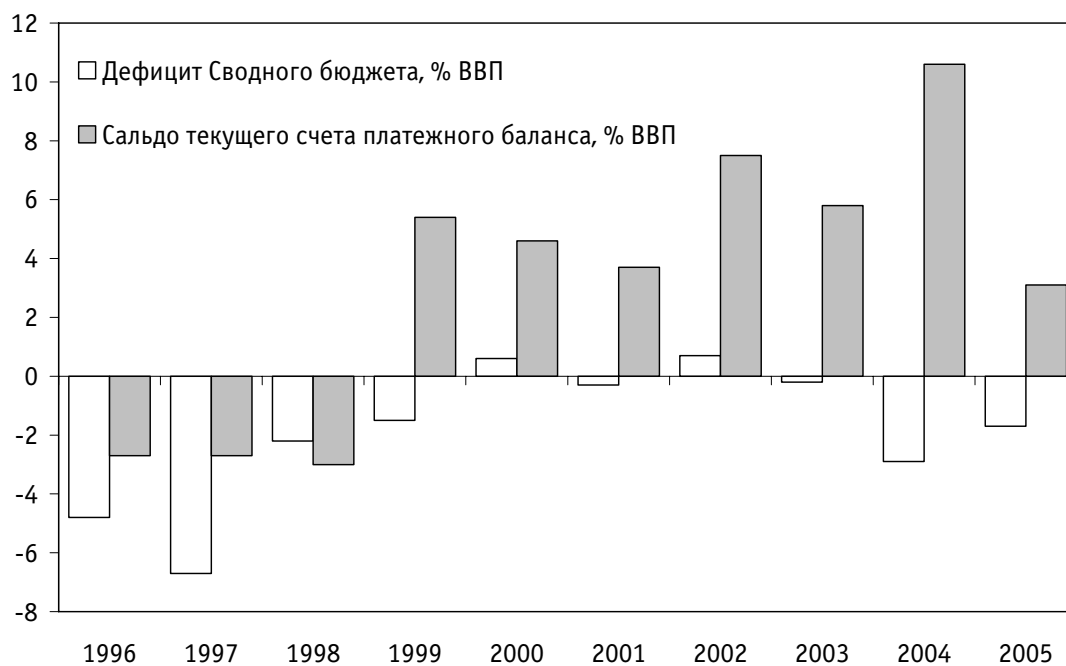
Два года непрерывного выборного процесса в стране не прошли бесследно для украинской экономики. Развитой популизм заложил определенные негативные тенденции, существенно повысившие возможность дефолта в будущем.

Основной причиной, которая может вызвать дефолт, является значительное увеличение бюджетного дефицита. Именно бюджетный дефицит приводит к стремительному росту долга, увеличению рисков, росту ставок, что, в свою очередь, вновь усиливает рост долга. Очевидно, что увеличение дефицита может быть вызвано двумя причинами — недополучением доходов бюджета (налоги, таможенные сборы и т.д.) и/или увеличением расходов. Опасность усиливается в случае большого «двойного дефицита», то есть одновременно больших значений дефицита госбюджета и платежного баланса (именно такая ситуация наблюдалась накануне кризиса 1998 г.).



Как показывает опыт последних лет, по отдельным статьям доходов бюджета возможно существенное отклонение от плановых показателей, но в целом наполнение бюджета не слишком колеблется в отношении плана. Поэтому угрозами в данный момент являются: 1) составление и принятие необоснованно завышенных показателей бюджета-2007; 2) увеличение налоговых льгот как поощрение бизнесменам, выложившимся на выборы; 3) рост социальных выплат, обещанных избирателям всеми политическими силами, прошедшими в парламент; 4) отказ от секвестра бюджета-2006 при общем ухудшении состояния экономики. Именно в таких действиях кроется главный риск для ухудшения способности государства выполнять свои обязательства, и за ними необходимо пристально следить. Если «социальная ориентированность» государственной политики будет только усиливаться, то здесь мы можем получить большую проблему.

## Дефицит бюджета и платежный баланс



Источник: данные МЦПИ

Другие более или менее вероятные факторы риска сегодня имеют значительно меньшее значение. Изменение обменного курса, о возможности которого в последнее время снова активно заговорили, не должно приводить к проблемам оплаты внешнего долга при наличии достаточных резервов центрального банка. Также не очень значительно на позиции государства влияет ухудшение его платежного баланса, наблюдаемое в данный момент: процесс сопровождается притоком иностранного капитала в экономику (как в виде прямых инвестиций, так и в виде внешних заимствований), который пока не является спекулятивным. (Спекулятивный капитал приходит в страну, как правило, в случае ожидаемого резкого изменения обменных курсов — прим. «ВД»).

### КАК ЭТО БЫЛО?

Случаем технического дефолта в истории нашей страны можно считать ситуацию после августовского кризиса 1998 г., когда Украина переформировала часть своего государственного долга. Дефолт стал результатом недальновидной экономической политики, продолжавшейся в течение многих лет. В начале 1990-х Украина выполняла многочисленные социальные обязательства, предусмотренные унаследованной из советских времен системой социальной защиты.

Ухудшающаяся экономическая ситуация приводила к увеличению объемов и видов различной помощи. При этом государство пыталось помочь не только гражданам, но и предприятиям путем субсидирования, предоставления льготных займов и т.д. Раздача такой помощи проходила при практическом отсутствии системы налогообложения и бюджетирования. Единственным способом финансирования возрастающих расходов в таких условиях была эмиссия денег, или, иными словами, «включение печатного станка». Вливание в экономику огромного количества денег, не подкрепленных товарной массой, привело к гиперинфляции.

Для борьбы с гиперинфляцией надо было найти иной способ финансирования дефицита бюджета. Массовая приватизация в 1990-х не была достаточной для финансирования дефицита бюджета, так как ее целью было быстрое разгосударствление собственности при

«сохранении социальной справедливости», а не получение как можно большего количества денег за приватизированный объект. Альтернативой эмиссии был государственный долг. Бюджетный дефицит оставался высоким вследствие продолжения экономического спада, с одной стороны, и нежелания прибегнуть к жестким бюджетным ограничениям — с другой. Вместо печатного станка на этот раз государство прибегло к активному выпуску облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ).

Привлекательность государственных ценных бумаг для коммерческих банков была обусловлена как их доходностью, так и их ликвидностью. Так, на аукционе 9 июля 1998 г. (т.е. за месяц до кризиса) были размещены ОВГЗ с датой погашения 20 ноября 1998 г. с доходностью 70% годовых. Долг по ОВГЗ рос как на дрожжах, их доля в финансировании дефицита бюджета возросла с 7% в 1995 г. до 70% в 1997 г. Если по состоянию на начало 1998 г. количество ОВГЗ в обращении составляло 7,6 млрд грн., то к августу 1998 г. их объемы возросли до 11 млрд грн. Рост был настолько значителен, что большинство инвесторов понимало: эта пирамида должна рухнуть.

Тут стоит отметить, что не будь российского августовского кризиса, у Украины все равно возникли бы очень значительные проблемы с долгом — если не в 1998-м, то в 1999 г. Ведь еще до кризиса ради поддержания притока средств в госбюджет доходность облигаций возросла с 49% годовых в январе 1998 г. до 77% в июле того же года! Это значило, что для того, чтобы просто удерживать нулевые выплаты по долгу, он ежегодно должен был возрастать на 70%. В отличие от России, которая объявила дефолт по своим облигациям, Украина никогда формально не объявляла дефолт. Она просто предложила всем нерезидентам–держателям облигаций обменять их на намного более длинные (10 лет) и менее доходные (10–11% годовых в валюте) бумаги.

### **Как перестраховаться?**

Поскольку сани готовят летом (особенно если эти сани спасательные), то для минимизации рисков государству стоит обратить внимание на ряд вопросов. Для недопущения дефолта, прежде всего, нужно поддерживать низкий уровень бюджетного дефицита. Без выполнения данного требования все остальные механизмы могут лишь ускорить или отсрочить кризис. Государственные финансисты на советы такого рода всегда отвечают словами «легко сказать — попробуй сделать». Но есть ряд не очень обременительных принципов обеспечения надежности государственных финансов, которые наша страна, судя по всему, пока усвоила не очень твердо.

Поскольку существуют проблемы с налоговыми поступлениями (снижение доходов в экспорто-ориентированных отраслях вследствие ухудшения условий торговли и потери рынков), то желательно, во-первых, открыто провести секвестр бюджета, а не урезать финансирование статей в ручном режиме «по факту». Особенно это важно с учетом того, что отсутствие официального сокращения выплат может увеличивать ожидаемый дефицит бюджета, что, в свою очередь, вызывает разбалансирование общей ситуации. Во-вторых, нельзя допустить непрозрачного финансирования дефицита — такого, как, например, через кредиты НБУ правительству (как это было в 1990-е) или через принуждение банков (особенно государственных) покупать облигации. В-третьих, стимулирование развития фондового рынка с большим разнообразием инструментов не только облегчит обслуживание долга и развитие финансового сектора, но и поможет государству без особых опасений увеличивать долг.

Очевидно, что планы по наращиванию социальных выплат придется ограничить. Необходима инвентаризация социальной политики государства: нужно оценить всю картину имеющихся льгот и выплат и выделить наименее социально значимые и дублирующие друг друга, которые необходимо сократить. Правительство уже вынуждено идти на такие меры. Фактически с начала 2006 г. было остановлено финансирование следующих расходов, предусмотренных Законом «О Государственном бюджете Украины на 2006 год»:

- повышение оплаты труда работников бюджетных учреждений образования, медицины, культуры до уровня средней заработной платы в промышленности;
- помощь по уходу за ребенком до достижения трехлетнего возраста в объеме прожиточного минимума;
- дотации работодателям в случае принятия на работу по направлению государственной службы занятости молодежи, которой предоставляется первое рабочее место по полученной специальности.

Мы ожидаем, что правительство будет пытаться удержать дефицит бюджета на запланированном уровне (2,5% ВВП). Это означает, что некоторые статьи бюджета, раздутые парламентариями прошлого созыва в попытках как можно больше понравиться избирателю перед выборами, останутся непрофинансированными. Бюджетная резолюция на 2007 год, утвержденная Кабмином 17 мая и поданная на рассмотрение в Верховную Раду, предполагает удержание дефицита на довольно низком уровне — 2% ВВП. Хотя между стадией бюджетной резолюции и окончательным утверждением бюджета главный план государственных финансов, как правило, претерпевает значительные изменения, целевой показатель бюджетного дефицита вряд ли существенно изменится.

Также большое значение имеет управление госдолгом. Важно и в будущем поддерживать равномерность выплат процентов и основной суммы долга, чтобы не допускать ситуации, когда на небольшой отрезок времени попадает необходимость выплаты большей части долга. В противном случае, государство будет вынуждено либо жертвовать другими статьями расходов, либо срочно выходить на рынок заимствований. А поскольку выплата обязательств и сбор доходов бюджета — это непрерывный поток, надо позаботиться о том, чтобы доля обслуживания долга не превышала существующий уровень. Кроме того, следует ввести и законодательную защиту статьи бюджетных расходов по обслуживанию долга.

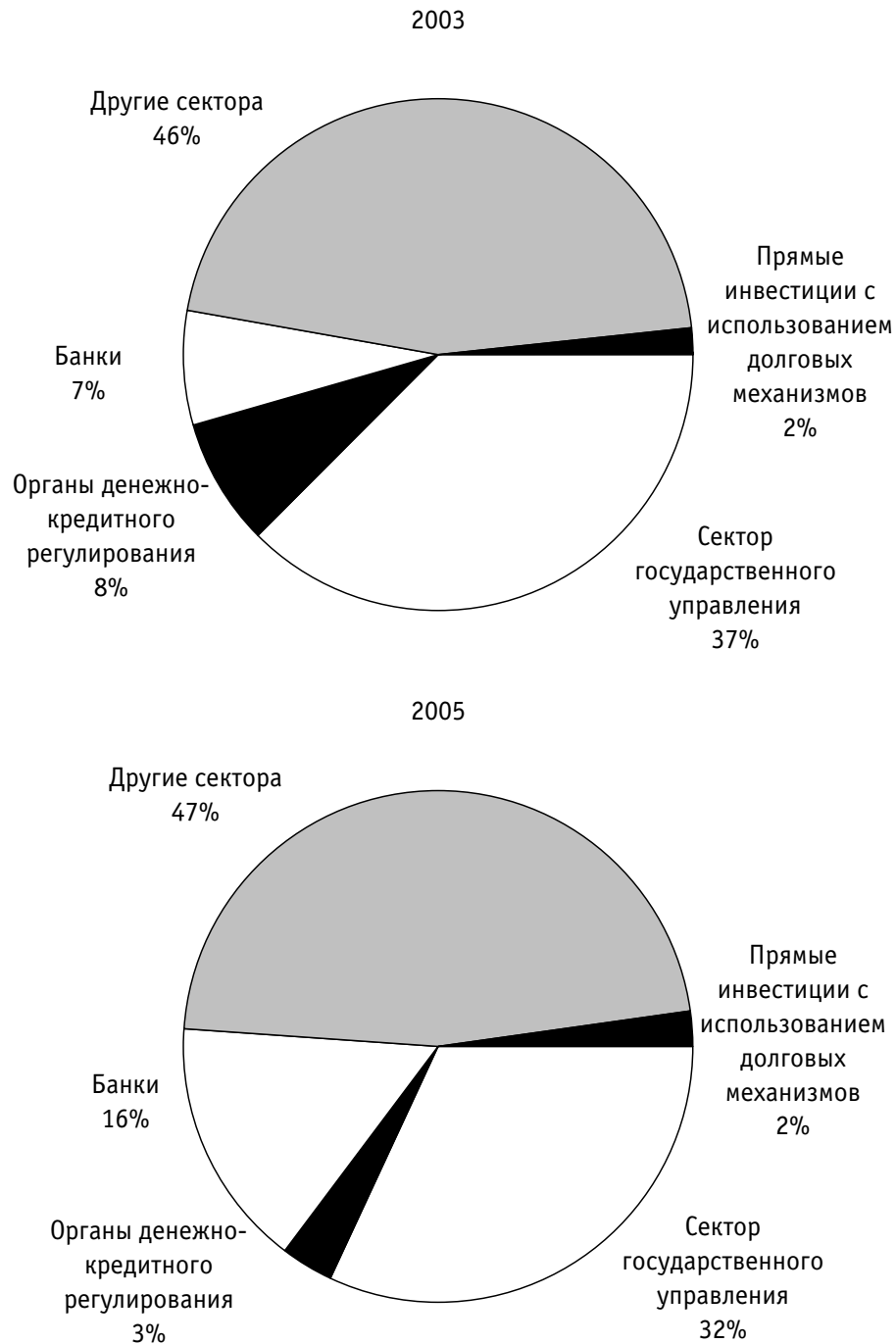
Поддержание уровня резервов НБУ, близкого к объемам внешнего долга, должно облегчить возможность обслуживания долга. Поэтому даже при переходе от привязки к курсу доллара к таргетированию (привязке денежной политики к целевому показателю роста цен — прим. «ВД») инфляции стоит поддерживать определенный размер резервов. Он не обязательно должен быть равен объему внешнего долга, достаточно иметь резервы, которых хватает для обслуживания долга и покрытия дефицита текущего счета в течение года–двух.

## Диагноз

На данный момент «дефолт-симптоматика» в Украине отсутствует. Происходит удлинение сроков погашения как внутреннего, так и внешнего долга. И хотя снижение ставок кредитования для Украины в значительной степени отражает глобальную тенденцию «удешевления» денег, наблюдавшуюся в течение нескольких предыдущих лет, большая заслуга лежит и на снижении рисковости вложений в нашу страну.

Некоторую обеспокоенность вызывает рост внешней задолженности частного сектора. За последние два года общий долг украинских частных компаний вдвое превысил долг государства (по данным Минфина, на начало мая общий внешний долг государства составлял \$11 млрд — прим. «ВД»). Более того, темпы его роста будут оставаться высокими (на \$3–4 млрд ежегодно), и в ближайшем будущем на международные рынки заимствований будут выходить крупные украинские финансово-промышленные группы, которые нуждаются в средствах для инвестирования, прежде всего, в энергосберегающие технологии. Но широкомасштабный дефолт в частном секторе маловероятен, поскольку задолженность распределена между большим количеством субъектов, и в условиях отсутствия массивных шоков дефолты носят лишь локальный характер.

## Структура внешнего долга Украины



Источник: данные МЦПИ

### ДЕФОЛТ-СИМПТОМЫ

- резкий рост задолженности страны;
- переход на долговые бумаги с меньшими сроками обращения;
- резкий рост доходности государственных облигаций;
- рост удельного веса расходов на обслуживание и погашение долга в бюджете страны;
- рост отношения внешнего долга к резервам центрального банка.