



**Исследовательский центр ИПМ
Немецкая экономическая группа в Беларуси**

Аналитическая записка [PP/07/2009]

Перспективы фискальной политики и финансирования бюджетного дефицита в Беларуси

Глеб Шиманович, Роберт Кирхнер, Рикардо Джуччи

Минск/Берлин, ноябрь 2009 г.



**ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ЦЕНТР ИПМ**

исследования • прогнозы • мониторинг

Информация об Исследовательском центре ИПМ

Исследовательский центр ИПМ был создан в 1999 г. в рамках совместного проекта Института приватизации и менеджмента (Минск, Беларусь) и CASE – Центра социальных и экономических исследований (Варшава, Польша). Он является членом исследовательской сети CASE, Альянс НГО Института Уильяма Дэвидсона и Сеть институтов, занимающихся вопросами экономической политики (проект Регионального бюро ПРООН в Европе и СНГ). Основными направлениями деятельности Исследовательского центра ИПМ являются мониторинг, анализ и прогнозирование развития белорусской экономики, проведение экономических исследований и разработка на их основе рекомендаций для экономической политики, продвижение диалога по проблемам экономического развития через организацию и проведение конференций и семинаров, публикация результатов исследований белорусских и зарубежных экономистов в журнале "ЭКОВЕСТ", а также тренинг специалистов в области современных методов экономического анализа. В рамках сотрудничества с экспертами Немецкой экономической группы в Беларуси (GET Беларусь) Исследовательский центр ИПМ осуществляет независимое консультирование Национального банка, Министерства экономики, Министерства иностранных дел и других государственных и негосударственных организаций, вовлеченных в процесс формирования экономической политики в стране.

Миссия Исследовательского центра ИПМ – содействие повышению национальной конкурентоспособности через разработку рекомендаций для экономической политики на основе экономических исследований и продвижение профессионального диалога по актуальным проблемам экономического развития.

Исследовательский центр ИПМ

220088 Минск, Беларусь, ул. Захарова 50 б

Тел.: +375 (17) 2 100 105

Факс: +375 (17) 2 100 105

E-Mail: research@research.by

<http://www.research.by>

Информация о Немецкой экономической группе в Беларусь (GET Беларусь)

Главной задачей Немецкой экономической группы в Беларусь является поддержание диалога по вопросам экономической политики с белорусским правительством, структурами гражданского общества и международными организациями. Эксперты Немецкой экономической группы имеют опыт консультирования по экономическим вопросам правительства ряда трансформационных стран, в том числе Украины, России и Казахстана. Исследовательский центр ИПМ и Немецкая экономическая группа предоставляют информационно-аналитическую поддержку Национальному банку, Министерству финансов, Министерству экономики, Министерству иностранных дел и другим учреждениям, вовлеченным в процесс формирования и реализации экономической политики в стране.

Немецкая экономическая группа

c/o Berlin Economics

Schillerstr. 59

D-10627 Berlin

Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0

Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9

E-Mail: info@get-belarus.com

<http://www.get-belarus.com>

Перспективы фискальной политики и финансирования бюджетного дефицита в Беларуси

Резюме

Беларусь традиционно проводит умеренную фискальную политику. Так в 2008 г. консолидированный бюджет был выполнен с профицитом в 1.4% от ВВП, а суммарный государственный долг составлял всего 13% от ВВП, что значительно ниже, чем в других странах Центральной и Восточной Европы. Однако развитие глобального экономического кризиса, вызвавшего, начиная с конца 2008 г., замедление, а затем и спад в экономике Беларуси, ставит перед властями новые вызовы в области фискальной политики и управления долгом. В результате кризиса Беларусь будет вынуждена столкнуться в ближайшие годы с бюджетным дефицитом и растущим государственным долгом. В этой связи продолжение использования докризисной модели экономической политики в области государственных финансов является невозможным. Вместо этого, органом государственного управления следует приспособиться к новой реальности и выработать адекватные ей меры фискальной политики.

По нашему мнению, реакция на кризис должна идти по двум направлениям. В рамках фискальной политики крайне важно принимать меры по минимизации будущего дефицита бюджета. Они позволят Беларуси избежать развития структурного дефицита, который неизбежно сохраняется на долгие годы, ведя к постоянному наращиванию государственного долга. Для того чтобы ограничить дефицит бюджета необходимо проводить фискальные реформы, связанные, например, с изменением принципов субсидирования сельского хозяйства, ЖКХ, государственных предприятий.

Однако даже крайне жесткая бюджетная политика вряд ли поможет Беларуси избежать в ближайшие годы дефицита консолидированного бюджета. Возникает проблема финансирования дефицита бюджета, необходимость решать которую приходится на время, когда мировые финансовые рынки находятся в отчаянном положении. Без сомнений, в таких условиях наиболее эффективным инструментом финансирования дефицита в краткосрочном периоде становится приватизация, так как она предотвращает наращивание внешнего долга и ведет к ускорению структурных реформ. В области же регулирования государственного долга наиболее важной задачей становится управление рисками. Высокий риск отсутствия в существующих условиях возможности рефинансируировать краткосрочный долг вынуждает правительство продолжать политику долгосрочных займов. Возможными кредиторами, в первую очередь, следует рассматривать международные финансовые институты и банки развития, которые предоставляют долгосрочное финансирование на благоприятных условиях. Одновременно следует проводить политику постепенного снижения доли государственного долга, номинированного в иностранной валюте, с целью сокращения валютного риска, от которого пострадали многие страны с переходной экономикой за время текущего кризиса. Таким образом, в случае привлечения долга наилучшим сценарием является развитие внутреннего рынка капитала, на котором государство (а затем корпорации) будут выпускать облигации в национальной валюте.

Авторы

Глеб Шиманович	shymanovich@research.by	
Роберт Кирхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 206 134 642
Рикардо Джуччи	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 206 134 641

Содержание

1. Введение.....	4
2. Изменения в фискальной политике Беларуси.....	4
3. Изменения в государственном долге Беларуси	5
4. Перспективы фискальной политики	8
5. Возможности финансирования дефицита бюджета	10
5. Заключение	11

1. Введение

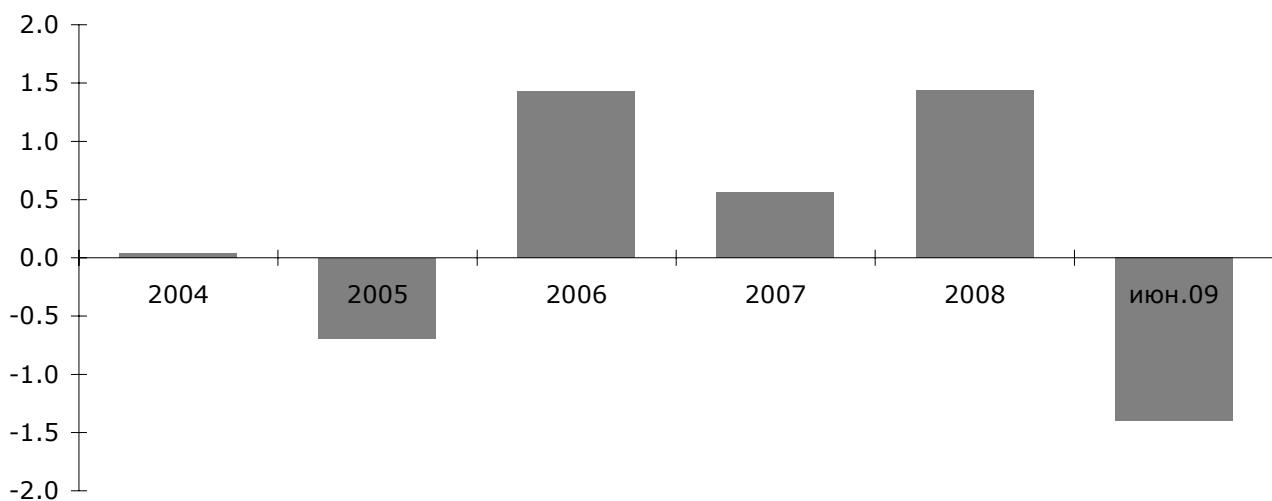
Последние годы сектор государственных финансов Беларуси функционировал в благоприятной экономической среде. На протяжении 2006–2008 гг. консолидированный бюджет исполнялся с профицитом, а государственного долга оставался на низком уровне по сравнению с другими странами региона. На конец 2008 г. суммарный государственный долг достиг всего 13% от ВВП. Однако начиная с 2009 г. положение дел в секторе стало ухудшаться. Глобальный экономический кризис значительно ухудшает сальдо консолидированного бюджета. По итогам 2009 г. ожидается дефицит бюджета на уровне 1.5% от ВВП – значительное изменение по сравнению с профицитом в 1.4% от ВВП годом ранее. Автоматически возникает необходимость финансирования дефицита, при том что финансовые рынки все еще находятся в замороженном состоянии. Наличие дефицита неизбежно приведет к значительному росту государственного долга, особенно в случае дальнейшей девальвации белорусского рубля – большая часть государственного долга номинирована в иностранной валюте.

Очевидно, что 2009 г. стал рубежом развития совершенно новой ситуации в экономике Беларуси, на вызовы которой необходимо выработать адекватные ответные меры, в том числе и в фискальной политике. В данной работе делается попытка ответить на вопрос: как государство должно действовать в новой ситуации дефицита консолидированного бюджета? Работа имеет следующую структуру: во второй главе рассматриваются последние тенденции в фискальной политике Беларуси. Третья глава посвящена анализу изменений в структуре и объеме государственного долга. В четвертой главе обсуждаются возможные направления фискальной политики Беларуси и предлагаются соответствующие рекомендации. Пятая глава содержит рекомендации относительно инструментов финансирования дефицита бюджета, а последняя глава – общее заключение.

2. Изменения в фискальной политике Беларуси

Экономика Беларуси быстро развивалась на протяжении последних нескольких лет, наслаждаясь благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой, которая также позволяла правительству финансировать щедрые государственные программы, не допуская при этом бюджетного дефицита. За исключением 2009 г. консолидированный бюджет исполнялся с дефицитом только в 2005 г. (см. рис. 1).

Рис. 1. Баланс консолидированного бюджета (% от ВВП)



Источник: Министерство финансов.

Глобальный экономический кризис значительно повлиял на экономику Беларуси, и в первую очередь за счет резкого снижения экспорта. Это повлекло как прямое сокращение объемов производства, так и косвенное, выраженное в росте складских запасов готовой продукции. В контексте бюджетной политики это означало снижение налоговых доходов. В первую очередь, снижение коснулось поступлений от:

- налогов на прибыль,

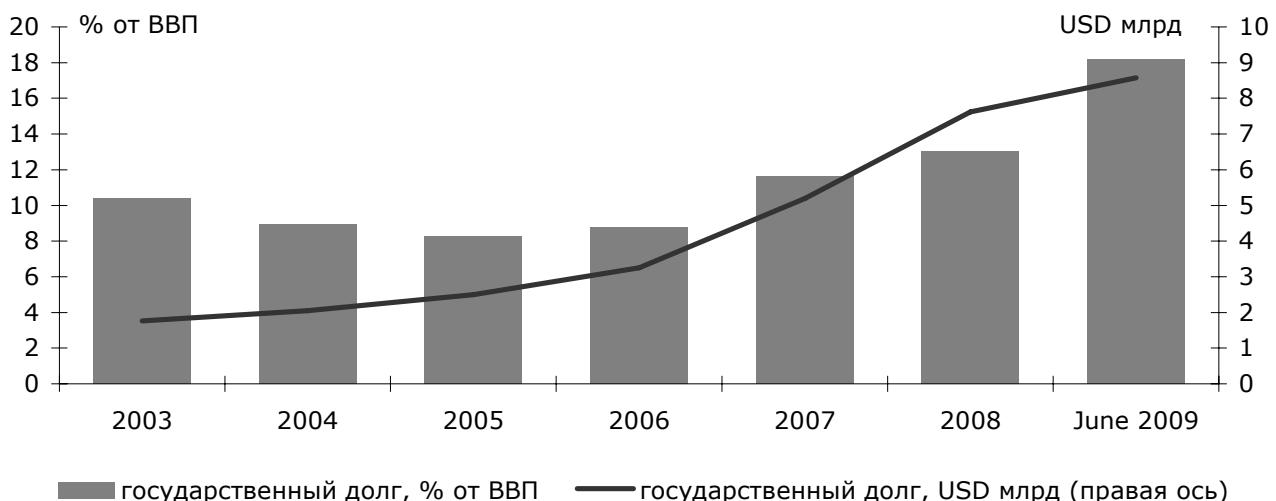
- НДС, что связано также с падением объемов импорта,
- Экспортных пошлин по причине падения цен на нефть и калийные удобрения.

Ответом властей на эти вызовы стало снижение расходов, отмена или отсрочка финансирования многих проектов. Жесткая фискальная политика занимает центральное место среди экономических мер правительства по стабилизации экономики. Однако параллельно существует желание сохранить на прежнем уровне расходы на социальную политику и во многом на реальный сектор, включая сельское хозяйство, и тем самым поддержать внутреннее потребление. Его прямым следствием стал дефицит в 2.6% от ВВП на июль 2009 г. Принимая во внимание сезонность колебаний доходов и расходов консолидированного бюджета и традиционный рост последних в 4 квартале, можно предположить, что по итогам года дефицит вряд ли значительно сократится. Так как Беларусь скорей всего не сможет преодолеть последствия кризиса за следующий год¹, проблема финансирования дефицита бюджета становится одной из самых актуальных в среднесрочном периоде.

3. Изменения в государственном долге Беларуси

Изменения, происходящие в структуре государственного долга, подчеркивают важность проблемы его управления. Его объем был относительно стабилен до 2007 г. Темпы увеличения долга были соизмеримы или немного меньше темпов роста ВВП, что приводило к постепенному снижению государственного долга, оцененного в % от ВВП. В 2006 г. суммарный государственный и гарантированный государством долг составлял 8.8% от ВВП (для сравнения в 2003 г. он равнялся 10.4% от ВВП, см. рис. 2). Начиная же с 2007 г., Беларусь привлекала долгосрочные кредиты от международных организаций и в рамках двухсторонних правительственные соглашений. Россия предоставила Беларусь два кредита в USD 1.5 млрд: первый в конце 2007 г, второй в два транша в ноябре 2008 г. и марте 2009 г. Кроме того, МВФ выделил кредит по программе Stand-By. На конец второго квартала Беларусь получила 2 транша данного кредита в USD 778 млн в январе и 679 млн в июне 2009 г.² Ожидаемый объем финансирования в рамках программы составляет USD 3.63 млрд. В результате привлечения данных и некоторых других заемов государственный долг достиг 18.2% от ВВП или USD 8.6 млрд на конец июня 2009 г.

Рис. 2. Динамика государственного долга



Примечание. ВВП на июнь 2009 г. рассчитан как скользящая сумма за последние 12 месяцев.
Источник: Министерство финансов, Белстат.

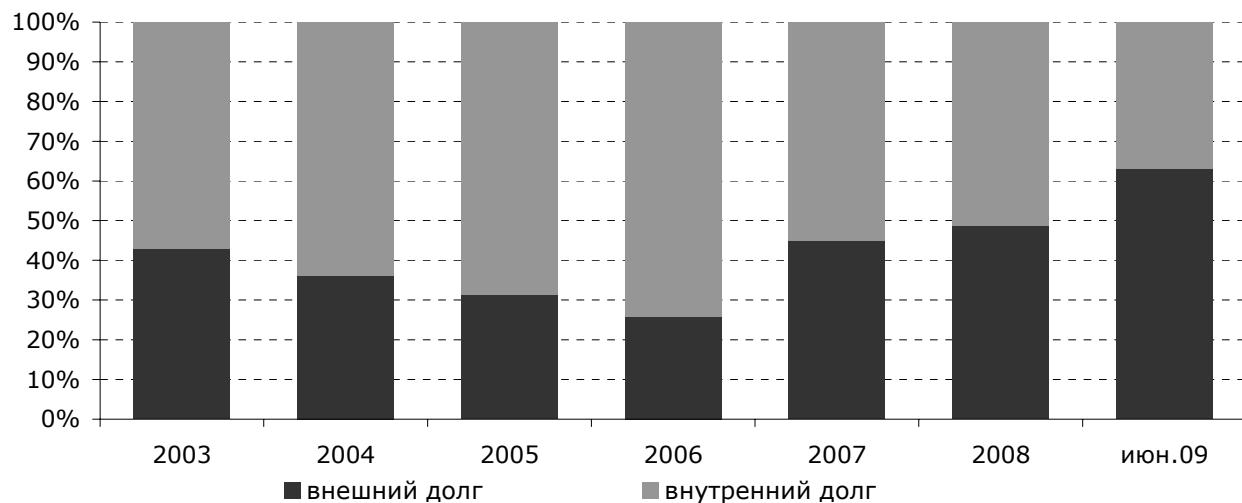
В структуре государственного долга и долга гарантированного правительством относительно страны происхождения кредитора преобладает долг перед отечественными кредиторами.

¹ Возможные сценарии представлены в Крук Д., Чубрик А. (2009). Перспективы и вызовы для политики, направленной на преодоление экономической рецессии в Беларусь в условиях мирового экономического кризиса: результаты макроэконометрического моделирования, Аналитическая записка Исследовательского центра ИПМ РР/04/09.

² Третий транш в USD 700 млн был утвержден в октябре 2009 г., что делает общую сумму выделенных МВФ средств равной USD 2.23 млрд.

торами, т.е. внутренний долг. Его доля устойчиво росла до 2007 г., достигнув 74.2% на конец 2006 г. (см. рис. 3). Однако кредиты от Венесуэлы, России, МВФ перевернули структуру государственного долга: на середину 2009 г. 63.1% долга приходится на обязательства перед внешними кредиторами. Данные кредиты оказались и на абсолютном объеме государственного внешнего долга, выросшего до USD 5.6 млрд или 10.0% от ВВП.

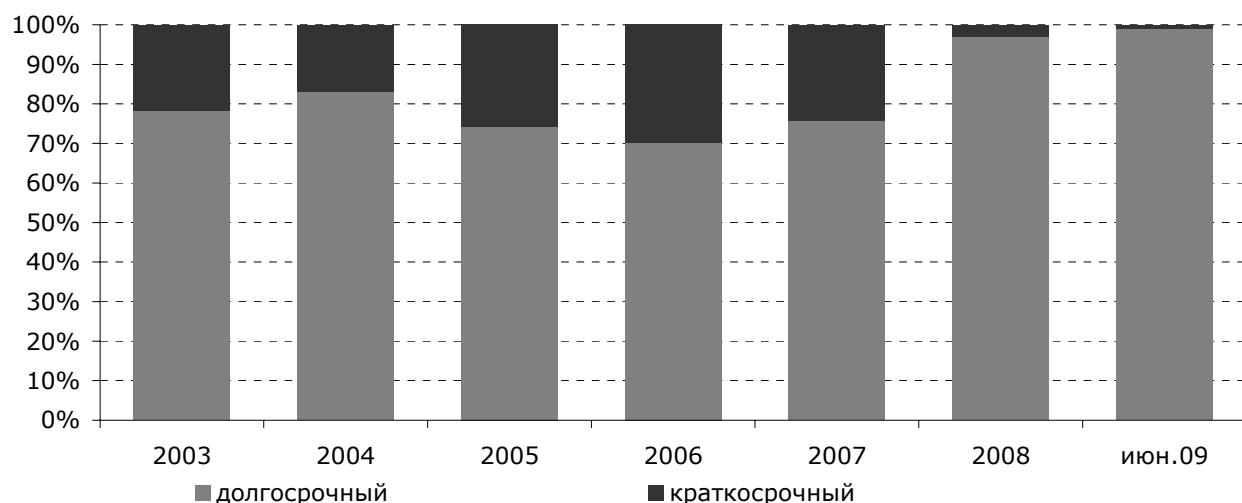
Рис. 3. Структура государственного долга в разбивке на внешний/внутренний



Источник: Министерство финансов.

Относительно сроков заимствования в государственном долге Беларусь преобладают долгосрочные обязательства. Внешний государственный долг представлен исключительно долгосрочными двусторонними кредитами и кредитами международных организаций. Доля краткосрочного долга во внутреннем государственном долге также невелика: она снизилась с 2006 г., когда достигала 29.9% внутреннего госдолга, до уровня ниже 1% на июнь 2009 г. (см. рис. 4). Падение краткосрочного долга связано с сокращением выпуска государственных краткосрочных облигаций (ГКО). Объем ГКО в обращении снизился с 1.6% от ВВП в 2006 г. до 0.04% от ВВП на июнь 2009 г. (см. рис. 5). Падение объемов краткосрочного заимствования сопровождалось увеличением эмиссии ГДО (государственных долгосрочных облигаций), на которые приходится большая часть внутреннего долгосрочного долга. С 2006 г. объем ГДО в обращении увеличился с 2.5% от ВВП до 3.6%.

Рис. 4. Структура внутреннего государственного долга по срокам заимствования



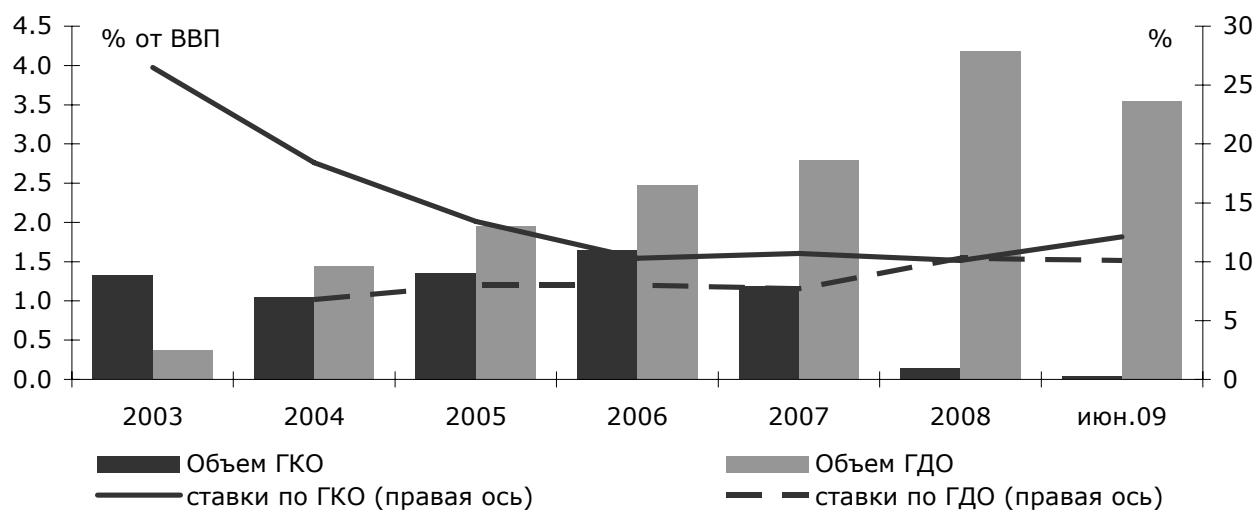
Примечание. Краткосрочный долг определяется как сумма долговых обязательств с исходным сроком погашения меньше одного года.

Источник: Министерство финансов.

Основная часть государственного долга Беларусь приходится на двусторонние долгосрочные кредитные соглашения и ГДО. В сумме они составляют в среднем около 95% государ-

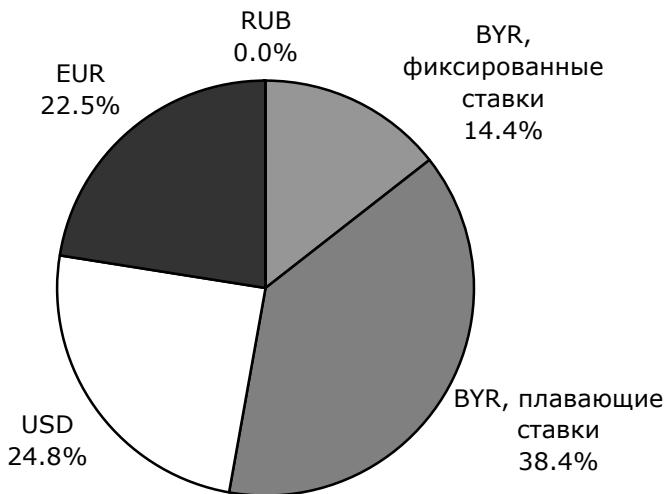
ственного долга Беларуси. Это делает сектор государственных финансов чувствительным к колебаниям процентных ставок данных инструментов заимствования и обменного курса валют, в которых осуществляются заимствования. Кредиты от России были привлечены в USD, что делает их обслуживание зависимым от колебания курса доллара. Процентные ставки по кредитам были установлены плавающими на уровне 75 и 350 базовых пунктов сверх LIBOR. Однако данные ставки являются льготными, что делает риск колебания ставок незначительным³. Кроме того, половина ГДО выпущено в иностранной валюте (см. рис. 6), что подчеркивает проблему невозможности заимствования в национальной валюте ("original sin") для Беларуси. Более того, ставки по ГДО, выпущенным в BYR, в основном установлены как спред к ставке рефинансирования (см. рис. 6), т.е. являются плавающими, так как инвесторы опасаются высокой инфляции и последующего обесценивания белорусского рубля.

Рис. 5. Государственные облигации в обращении (объем и ставки)



Источник: НББ.

Рис. 6. Структура ГДО относительно валюты выпуска (на 1 августа 2009 г.)



Источник: Министерство финансов.

Беларусь пока не выпускала еврооблигаций на международных финансовых рынках, которые могут в дальнейшем стать важным инструментом привлечения внешнего финансирования. Ранее Беларусь объявила о планах выпуска подобных долговых бумаг и получила в 2007 г. два суверенных рейтинга от Moody's и Standard and Poor's (S&P). Первоначально в августе 2007 г. S&P присвоило Беларуси рейтинг "B+" (в иностранной валюте) и

³ Кредит МВФ предоставлен также в иностранной валюте (специальных правах заимствования, SDR), а ставка установлена в форме спреда к ставке SDR.

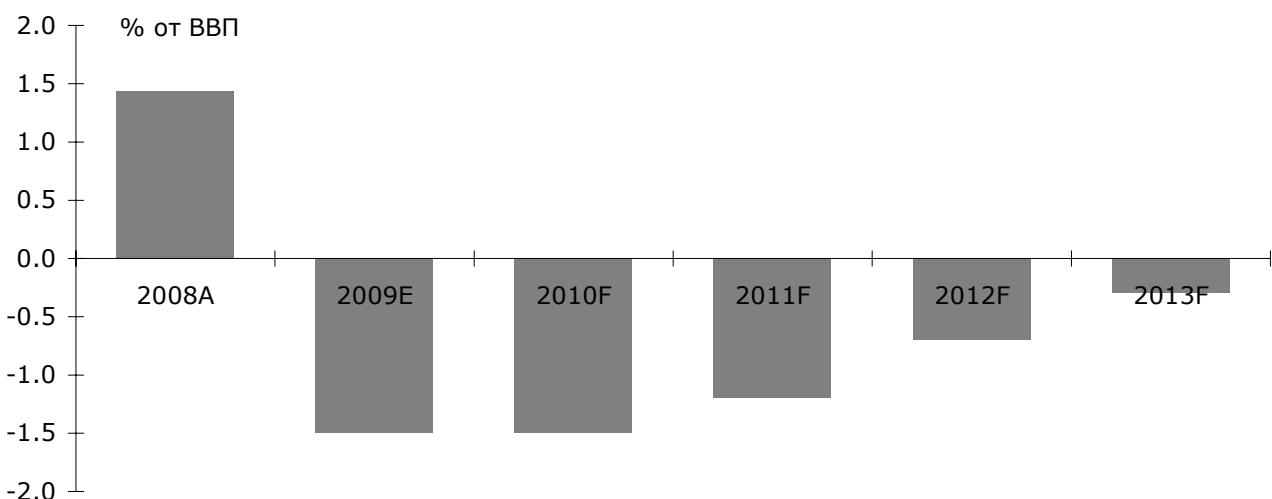
подтверждало его несколько раз в дальнейшем. Moody's присвоило государственным облигациям рейтинг в "B1". Данные рейтинги в целом отражают уровень риска инвестирования в Беларусь. Однако они позволяли привлекать средства только по достаточно высоким процентам и только от спекулятивных, а не структурных фондов. Это частично стало причиной, почему Беларусь так и не вышла на данный рынок до кризиса. Последний же не отразился на суверенных рейтингах, но ухудшил их прогноз на негативный по методологии S&P в ноябре 2008 г. Такая динамика рейтингов и общее состояние финансовых рынков не позволяют предполагать выпуск Беларусью еврооблигаций в среднесрочном периоде.

4. Перспективы фискальной политики

Фискальная система Беларуси характеризуется в первую очередь громоздкой системой налогообложения, которая в сочетании с относительно высокими ставками позволяла привлекать в бюджет грандиозные суммы средств, превышающие 50% от ВВП. Тем не менее, такая чрезмерная налоговая нагрузка не вредила экономическому росту. Получаемые в бюджет средства переправлялись обратно в экономику посредством прямых субсидий или кредитов, предоставляемых государственными банками на льготных условиях. Субсидии убыточным предприятиям при этом включали в себя скрытые социальные трансферты - они были нацелены на сохранение рабочих мест и избежание безработицы.

Глобальный экономический кризис поколебал основы экономического роста Беларуси. Поступающее сокращение налоговых доходов бюджета привело к постепенно развивающемуся дефициту бюджета. Он неизбежен по причине того, что в рамках текущей бюджетной политики государство вынуждено и дальше поддерживать государственные предприятия. Отказ от такой поддержки приводит к безработице и последующему социальному кризису, так как отсутствуют механизмы социальной защиты безработных. Существующий на конец лета дефицит бюджета и ожидаемый дефицит в последующие годы (см. рис. 7) подчеркивает важность пересмотра фискальной политики с целью ее адаптации к новым экономическим условиям.

Рис. 7. Прогноз сальдо консолидированного бюджета (% от ВВП)



Примечание. А= факт; Е=оценка; F= прогноз.

Источник: Министерство финансов на 2008–2010 гг., МВФ на 2011–2013 гг.

Выполнение бюджета с дефицитом в условиях глобального экономического кризиса усложняется уменьшающимися возможностями привлечения средств для его финансирования. На финансовых рынках сохраняется недостаток ликвидности и инвесторы ищут безопасные финансовые вложения, избегая инвестиций в долговые облигации государств с высоким уровнем риска. По этой причине Беларусь на данный момент не в состоянии выйти на рынок международных долговых бумаг.

Важным моментом является то, что бюджетный дефицит сопровождается значительным дефицитом текущего счета платежного баланса⁴, который на самом деле является целевым параметром антикризисной экономической политики. В соответствии с простыми соотношениями системы национальных счетов увеличение дефицита бюджета приводит к росту торгового дефицита.⁵ Высокие государственные расходы или снижение налоговых поступлений приводят к росту потребления, в том числе импортируемых товаров и услуг. Кроме того, растущий дефицит бюджета провоцирует снижение уровня сбережений, что означает или падение объема инвестиций или их финансирование за счет внешних источников. Эмпирические исследования не способны полностью подтвердить эту теорию, но они в целом соглашаются, что существует негативное влияние дефицита бюджета на состояние торгового сальдо, степень которого зависит от особенностей отдельно взятой страны. В случае Беларуси эта взаимосвязь не может быть проигнорирована, так как значительный объем импорта в начале 2009 г. напрямую связан с высокими государственными расходами того периода. Они позволили предприятиям продолжить импорт промежуточных товаров, в то время как конечные продукты их производства оставались нереализованными на складах готовой продукции.

Беларусь столкнулась с проблемой минимизации фискального дефицита. При этом существующая высокая налоговая нагрузка делает невозможным привлечение дополнительных налоговых доходов. Следовательно, необходимо концентрировать усилия на модернизации системы расходов бюджета, проводя сдержанную фискальную политику. Следующие статьи расходов бюджета предоставляют особенно много пространства для пересмотра:

- Субсидии реальному сектору экономики: реструктуризация государственных предприятий, включая их приватизацию, должна значительно сократить данные расходы. Однако следует учитывать социальную составляющую данных субсидий. Неизбежное в ходе реструктуризации сокращение чрезмерной рабочей силы приведет к росту безработицы и связанных с ней социальных расходов. Более того, фактическое отсутствие системы социальной защиты безработных означает необходимость ее срочной разработки. Возможным выходом является увеличение пособия по безработице с текущих 20% бюджета прожиточного минимума до 100%.
- Расходы на жилищно-коммунальное хозяйство: платежи населения покрывают только 30% стоимости данных услуг, и эта доля не растет, несмотря на официальные планы по ее увеличению до 100% к 2015 г. Но увеличение данного показателя не является единственным источником снижения расходов бюджета на ЖКХ. Еще более важным является модернизация системы электроснабжения и отопления, так как они крайне неэффективны⁶. Частно-государственное партнерство в этом секторе также могло бы способствовать снижению необходимости в их субсидировании⁷.
- Сельское хозяйство: прямая поддержка данному сектору достигла в 2008 г. 3.5% от ВВП, в то время как доля самого сельского хозяйства в ВВП составила только 8.4%. Субсидии сельскому хозяйству характеризуются очень широкой направленностью и им не хватает эффективности. Большинство белорусских сельхоз организаций остается неконкурентоспособными, несмотря на постоянные вливания из бюджета⁸. Уве-

⁴ Наличие одновременно дефицита текущего счета и дефицита консолидированного бюджета известно как «двойной дефицит» ('twin deficits').

⁵ ВВП может быть представлено с помощью национальных счетов в виде следующих равенств $Y=C+I+G+X-M$ и $Y=C+S+T$. Дефицит текущего счета может быть представлен в виде $(M-X) = (G-T) + (I-S)$, где Y – ВВП, C – потребление, G – государственные расходы, X – экспорт, M – импорт, S – сбережения, T – налоги. $(G-T)$ представляет собой дефицит бюджета, который прямопропорционально связан с дефицитом платежного баланса.

⁶ См. Захман Г., Зaborовский А., Джуччи Р. (2008). Реструктуризация электроэнергетического сектора Беларуси: постановка задач. Аналитическая записка Исследовательского центра ИПМ РР/05/08. Ракова Е., Точицкая И. (Ред.) (2006). Энергетика Беларуси: пути развития, Исследовательский центр ИПМ.

⁷ См. Точицкая И. (2007). Партнерство государственного и частного секторов. Аналитическая записка Исследовательского центра ИПМ РР/01/07.

⁸ См. von Cramon-Taubadel, S. (2009). Landwirtschaft in Belarus: Der ökonomische Druck auf Reformen wächst. Newsletter 02/2009 of GET Belarus (http://get-belarus.de/download/Newsletter/2009/Newsletter_02_2009%20GET%20Belarus.pdf).

личение эффективности субсидий возможно при переходе на выборочное предоставление поддержки, исходя из критерия возможности роста конкурентоспособности организации.

- Субсидии реальному сектору необходимо выделять напрямую из бюджета или специализированного финансового агентства, а не через банки, наделяя их квазифискальной функцией. Данное предложение было выдвинуто МВФ и оно нацелено с одной стороны на увеличение прозрачности процесса выделения бюджетных средств, а с другой - на улучшение банковской отчетности. На данный момент банки, вынужденные выдавать льготные кредиты предприятиям, терпят убытки, которые затем компенсируются государством.

5. Возможности финансирования дефицита бюджета

Выполнение мер по снижению расходов консолидированного бюджета не позволит достичь полностью бездефицитного бюджета в кратко- и среднесрочном периодах (что не умаляет их значимости), так как кризис будет требовать все больших расходов на социальную политику. Таким образом, вопросы источников финансирования дефицита бюджета также имеют стратегическое значение.

Основным источником финансирования дефицита консолидированного бюджета могут стать доходы от приватизационных сделок. До сих пор в Беларуси не была проведена масштабная приватизация, как это произошло в других странах региона. Начиная с 2007 г. в Беларуси проводится политика точечной приватизации, которая имеет целью получение валютной выручки, необходимой для финансирования дефицита текущего счета. Сделки по приватизации происходили в основном в следующих секторах экономики: банковский сектор, телекоммуникации, энергетика, пищевая промышленность (пивоварение)⁹. Помимо этого существует план приватизации на 2008–2010 гг., установленный декретом №7 от 14 апреля 2008 г., который предполагает акционирование 519 предприятий и последующую приватизацию 147 из них. Выполнение данного плана пока не вылилось в какие-нибудь знаковые приватизационные сделки. Некоторый прогресс ожидается в связи с программой Stand-By МВФ, которая обязывает белорусскую сторону осуществить приватизацию минимум 5 предприятий в 2010 г.

Приватизация потенциально оказывает двойной эффект, так как она одновременно ведет к снижению расходов на поддержку реального сектора и гарантирует поступление средств для финансирования дефицита бюджета. Однако текущая неустойчивая общемировая экономическая конъюнктура предоставляет лишь минимальные возможности по получению высоких доходов от продажи государственных активов в Беларуси. Привлекательные сделки возможны только в секторах, minimally пострадавших от кризиса – это снова энергетика, телекоммуникации, пищевая промышленность. В других отраслях приватизация может проходить в форме предприватизационных сделок¹⁰. Несмотря на общемировой кризис, приватизацию не следует откладывать, так как она помимо дополнительных доходов для бюджета приносит в страну новые производственные технологии, современный менеджмент, ускоряет структурные реформы, необходимые, в том числе, для сокращения дефицита текущего счета в средне- и долгосрочном периоде.

Еще одним источником финансирования дефицита бюджета является заем средств на внутреннем рынке капитала посредство выпуска государственных облигаций. Помимо прочего он предполагает развитие внутреннего рынка долговых ценных бумаг, который остается на достаточно невысоком уровне развития. Ключевым фактором тут является привлекательность гособлигаций для внутренних и внешних инвесторов. Кризис, растущий дефицит текущего счета и девальвация дают инвесторам повод сомневаться в стабильности национальной валюты. Для них предпочтительней размещать свои средства в облигации, номинированные в USD или EUR, или привязанные к их обменному курсу,

⁹ Ракова Е. (2009). Приватизация как способ финансирования дефицита торгового баланса: возможности для Беларуси, Рабочий материал Исследовательского центра ИПМ WP/08/09.

¹⁰ Подробно данная проблема рассмотрена в Кирхнер Р., Джуччи Р. (2009). Приватизация в Беларуси во время мирового финансового кризиса: как не потерять время, Аналитическая записка Исследовательского центра ИПМ РР/02/09.

страхуясь тем самым от риска инфляции и девальвации. С точки зрения правительства это нежелательный сценарий по нескольким причинам:

- множество предыдущих кризисов во вновь развивающихся странах было вызвано преобладанием в структуре их государственного долга облигаций для внутреннего рынка, номинированных в USD. Несмотря на то что, такой долг является внутренним, он обладает всеми свойствами, характерными для внешнего заимствования, включая проблему несоответствия валюты доходов государства и валюты обслуживания долга. Это ведет к высокому валютному риску, так как любое обесценивание национальной валюты приводит к росту расходов по обслуживанию долга;
- как следствие, государство заинтересовано в сильной и крепчающей национальной валюте, ради чего оно может вмешиваться в монетарную политику и политику обменного курса. Такие институциональные проблемы ведут к неадекватным экономическим решениям, нарушающим основы долгосрочного роста, приводящим к нарастанию рисков и подрыву доверия к центральному банку как независимому институту;

В итоге единственной благоприятной формой заимствования в виде долговых бумаг является выпуск облигаций, номинированных в BYR, даже если это будет изначально требовать высоких процентных ставок. Более того, эти ставки могут оказаться плавающими (как это происходит сейчас, см. рис. 6), привязанными к ставке рефинансирования, что сокращает возможный доход государства от «инфляционного налога»¹¹.

Кроме того, развитие рынка суверенных долговых обязательств имеет положительные эффекты в долгосрочном периоде. Во-первых, в будущем данный рынок может стать полноценной альтернативой заимствованию за рубежом в иностранной валюте, что может быть очень рискованно, если судить по опыту стран с переходной экономикой. Во-вторых, он может служить примером для рынка частного заемного капитала. Ликвидный рынок суверенных долговых обязательств может воодушевить частные компании начать выпуск долговых бумаг, которые являются альтернативой банковским займам – единственному широко доступному источнику заемных средств в Беларуси на данный момент. В-третьих, облигации могут привлечь иностранных инвесторов, что усилит приток валюты в страну по счету капитала платежного баланса.

Наращивание долга в качестве источника финансирования дефицита консолидированного бюджета имеет и ряд недостатков. В первую очередь, внутренние финансовые ресурсы остаются достаточно скучными, и выпуск большого объема государственных облигаций может иметь эффект вытеснения частных инвестиций (crowding out effect). Частные финансовые средства буду переведены под контроль государства – менее эффективного менеджера, - что негативно скажется на долгосрочном росте. Альтернативой может быть наращивание долга в форме много- и двухсторонних займов. Однако данные возможности ограничены по причине большего объема уже выделенных средств со стороны России и МВФ на цели финансирования дефицита текущего счета. Во-вторых, растущий государственный долг может создать дополнительное давление на финансовую систему, так как расходы на его обслуживание, очевидно, превысят текущий 1% от ВВП и потребуют дальнейшего сокращения государственных расходов на другие статьи.

5. Заключение

Перед Беларусью стоят новые вызовы в области фискальной политики. Если не будет принято ответных мер, существует риск, что Беларусь столкнется с высоким уровнем дефицита консолидированного бюджета и растущим государственным долгом, вызывающим сомнения относительно его устойчивости. Изменения в фискальной политике должны быть направлены на сокращение будущего дефицита бюджета за счет его балансирования. Так как возможности по увеличению доходов минимальны – текущий уровень налоговой нагрузки чрезмерно высок и его рост приведет лишь к сокращению стимулов к предпринимательской деятельности – фокус необходимо сделать на пересмотре статей расходов бюджета. Самые широкие возможности по снижению расходов имеются, например, в финансировании сельского хозяйства, ЖКХ, государственных предприятий.

¹¹ Положительным моментом является то, что для правительства снижается привлекательность высокой инфляции, разрушительной для макроэкономической среды.

В вопросе финансирования дефицита бюджета с одной стороны важным является возобновления приватизационного процесса. С другой стороны необходимо развивать заимствования на внутреннем рынке, не повторяя ошибок соседних государств по срокам и валютам заимствования. Как отчетливо показал текущий экономический кризис, активное использование краткосрочных займов в иностранной валюте небезопасно, так как оно сопровождается риском невозможности рефинансирования долга и риском колебания обменных курсов, в особенности девальвации национальной валюты. Беларуси же следует развивать внутренний рынок государственных облигаций, номинированных в BYR, несмотря на их неизбежно высокую стоимость обслуживания; учитывая при этом опасность вымывании частных инвестиций из экономики.