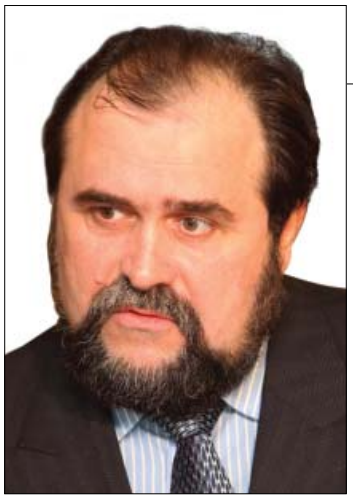

Александр ОХРИМЕНКО,
к.э.н., президент Украинского аналитического центра

Со второй половины 2011 года перед правительством Украины встала довольно-таки сложная задача. Внешние долги приходится обслуживать, мало того — с 2012 года нужно погашать кредиты МВФ. А вот валюту на погашение этих обязательств доставать стало все сложнее и сложнее.

Метаморфозы украинского рынка гособлигаций

Идеальным вариантом была бы покупка валюты на межбанковском рынке за счет доходов госбюджета и погашение внешних долгов вместе с выплатой процентов по ним. Прошлый и текущий год показывают, что внешняя торговля Украины была и остается дефицитной, во многом за счет закупок природного газа в России. Приток внешних инвестиций в Украину остается мизерным и по объемам уступает оттоку валюты из Украины посредством выплаты процентов и роялти на зарубежные инвестиции. А занять валюту на международных рынках Украине архисложно. Не то чтобы инвесторы не хотели покупать украинские еврооблигации: можно было бы попробовать разместить их на международном рынке. Проблема заключается в другом: при текущих уровнях кредитно-дефолтных свопов продать украинские еврооблигации можно только с доходностью 10–12% годовых в евро. Это очень дорого для правительства Украины, поэтому оно выжидает время, продолжая изучать внешние рынки заимствований.

В этой связи власти страны решили выпустить облигации государственного внутреннего займа (ОВГЗ), номинированные в валюте (долларах и евро). Сама идея выпуска валютных ОВГЗ обсуждалась еще с 1996 года. Но тогда ее отбрасывали, ссылаясь на то, что единственным средством платежа на территории страны является гривна, поэтому выпуск валютных ценных бумаг будет противоречить экономической модели финансового рынка Украины. Согласно украинскому законодательству, это действительно так. Но при этом только по официальным данным на украинском финансовом рынке обращается наличной валюты около $79 млрд, из них порядка $20 млрд находится на банковских депозитах. Но около $59 млрд все же свободно обращается в Украине. Это даже больше, чем объем наличной гривны, который обращается на территории страны. Оперируя этими данными, правительство Украины выпускало валютные ОВГЗ прежде всего в надежде на то, что сможет вернуть часть наличной валюты в реальную экономику. Но первые аукционы по продаже валютных ОВГЗ показали, что надеяться

Валютные ОВГЗ могут выпускаться не только в долларах США и евро, но и в швейцарских франках и фунтах стерлингов. Правда, с учетом структуры валютного рынка Украины эмиссия ОВГЗ во франках и фунтах, очевидно, будет иметь слабый спрос. Рассматривался вариант размещения ОВГЗ в российских рублях, но на данный момент выпуск такого рода инструментов напрямую связан с возможностью расчетов за природный газ с Россией в российских рублях вместо долларов США. Пока этот механизм слабо отлажен, поэтому Минфин не спешит размещать рублевые госбумаги, хотя не исключено, что они найдут спрос на украинском рынке с учетом роста рублевых пассивов в украинских банках.

на это не стоит, желающих покупать ценные бумаги со сроком обращения три-пять лет, а тем более с низкой доходностью, попросту нет. Инвесторы готовы вкладывать деньги только в высокодоходные и краткосрочные инструменты.

Проблема размещения валютных ОВГЗ усугублялась тем обстоятельством, что НБУ при такой высокой долларизации экономики Украины очень жестко регламентировал валютную позицию коммерческих банков, чтобы они не могли спровоцировать девальвацию гривны. В результате покупка валютных ОВГЗ в портфель банков включалась в расчет валютной позиции: некоторые финансовые организации вообще оказались неспособны покупать эти ценные бумаги себе в портфель, так как это грозило им блокированием неторговых валютных операций. Кроме того, несмотря на жесткое удерживание курса доллара на отметке около 8 грн., все же банки сохранили простор для валютных спекуляций на неторговых операциях и для заработков на рынке свопов.

Поэтому покупка валютных ОВГЗ рассматривалась как выгодное вложение средств лишь отдельными банками, так что Минфину пришлось ориентироваться на эту небольшую группу потенциальных покупателей и идти им на уступки.

Доходность госбумаг с первых размещений установилась на уровне около 9% по долларовым ОВГЗ со сроком обращения один год. Предпринимались попытки снизить эту ставку или хотя бы увеличить срок заимствования. Но цена осталась высокой. Если в декабре 2011 года средняя ставка размещения валютных ОВГЗ находилась в районе 8.92%, то уже в январе 2012 года ставка выросла до 9.55%. В феврале-марте 2012 года среднюю доходность удалось немного снизить — до 9.27–9.29%. Кроме того, Минфин начал размещать валютные ОВГЗ со сроком обращения два-три года. Так что определенные успехи с размещение валютных госбумаг на украинском рынке все же наметились. С учетом 2011 года правительство уже разместило валютных ОВГЗ на сумму около $970 млн. Но этого явно мало для обслуживания внешних государственных долгов Украины в текущем году. Проблема усложняется еще и тем обстоятельством, что уже в июле 2012 года Минфину придется погашать часть ранее выпущенных валютных ОВГЗ. Если бы украинское правительство смогло привлечь через размещение валютных госбумаг около $4–5 млрд, этих денег хватило бы на решение основных проблем с внешними долгами в текущем году.

На стадии запуска валютных ОВГЗ высказывалось мнение о том, что этот инструмент может стать хорошей альтернативой банковским депозитам для населения. Если бы Минфину удалось заполучить через продажу валютных ОВГЗ хотя бы половину из $59 млрд наличных долларов, обращающихся на рынке, то можно было бы погасить часть государственного долга Украины досрочно и тем самым существенно удешевить его обслуживание. Идея красивая, но не более чем идея. Почему?

Хотя бы потому, что из $59 млрд наличной валюты населению принадлежит от силы $5–9 млрд, большая же часть этих средств — деньги теневой экономики. Ее «субъектам» вкладываться в валютные ОВГЗ бессмысленно, наличная валюта нужна им для товарных расчетов.

Формально граждане Украины имеют право покупать ОВГЗ с 1995 года. Такие прецеденты действительно были. Но речь всегда шла о небольших объемах. По сравнению с банковским депозитом ОВГЗ остается для населения сложным финансовым инструментом. Единичные инвесторы в ОВГЗ из числа физических лиц, как правило, относились к категории VIP-клиентов, которые таким образом диверсифицировали свои вложения. Но подобные инвестиции не могли носить массовый характер.

Кроме того, существует и проблема налогообложения. Депозиты для физических лиц освобождены от налогов, в то время как доход по ОВГЗ освобождается от налогов только в случае погашения или выплаты процентов по ним. При перепродаже на вторичном рынке физическому лицу нужно платить налог с разницы на общих основаниях, а это 15–17% от суммы, что крайне раздражает физических лиц как потенциальных покупателей ОВГЗ.

В Украине в конце 1990-х – начале 2000-х годов уже были случаи эмиссии государственных ценных бумаг, ориентированных на население. Облигации даже специально выпускались в документарной форме. Но ни бумажный вид ОВГЗ, ни обещания того, что проценты по ним гарантированы государством, не сделали эти ценные бумаги популярными среди частных инвесторов. Идея фактически провалилась: бумаги выкупил на свой баланс Ощадбанк Украины. После неудачных экспериментов затею с выпуском ГЦБ для населения решено было оставить.

На мой взгляд, трансформировать рынок ОВГЗ для населения изначально неправильно. ОВГЗ — это банковский инструмент, и не стоит менять его сущность. Банки имеют большой опыт в привлечении депозитов у населения, в том числе валютных. Для того чтобы эта валюта использовалась на покупку ОВГЗ, НБУ необходимо поменять расчет валютной позиции, исключив из него покупку валютных ОВГЗ. Это станет существенным стимулом для банков массово привлекать валютные депозиты и направлять деньги на покупку валютных госбумаг.

При выпуске валютных ОВГЗ была надежда на то, что активными покупателями этих инструментов станут нерезиденты. Высокая доходность этих бумаг должна была стимулировать приток валюты от иностранных инвесторов. Но реальность оказалась несколько другой. Интерес инвесторов к украинским госбумагам, номинированным в иностранной валюте, крайне слабый — хотя, согласно украинскому законодательству, доход по валютным ОВГЗ освобождается от налогов при их погашении или выплате процентов. Возможно, сдерживающим фактором для нерезидентов при покупке валютных ОВГЗ является низкий суверенный рейтинг страны, а может — политическая нестабильность. В любом случае, российские инвесторы могут без ограничений покупать украинские валютные облигации внутреннего государственного займа через украинские банки, в том числе через ВТБ и Сбербанк России в Украине.

На сегодняшний день размещение валютных ОВГЗ, возможно, действительно единственный выход для Украины заполучить желаемую валюту для расчета с нерезидентами. Хотя мало кто обращает внимание на тот факт, что валютные ОВГЗ нужно будет погашать той же самой валютой, которую тоже придется где-то одалживать.