

Республика Казахстан: документ по отдельным вопросам

Настоящий документ по отдельным вопросам по Республике Казахстан был подготовлен группой сотрудников Международного Валютного Фонда в качестве справочного документа для периодических консультаций с этим государством-членом. В нем использована информация, имевшаяся на момент завершения его подготовки 25 июня 2010 года. В документе изложены взгляды указанной группы сотрудников, которые необязательно отражают точку зрения правительства Республики Казахстан или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с политикой опубликования докладов персонала и других документов МВФ допускается возможность изъятия информации, способной повлиять на поведение рынка.

Экземпляры данного доклада можно заказать по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services
700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431
Телефон: (202) 623-7430 • Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org Интернет: <http://www.imf.org>

Цена: 18,00 долл. США за экземпляр

**Международный Валютный Фонд
Вашингтон, округ Колумбия**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Отдельные вопросы

Подготовили: Анна Лусия Коронел, Дмитрий Рожков, Али Аль-Эйд (БЦД)
и Нил Сэйкер (ДДК)

Утверждено Департаментом стран Ближнего Востока и Центральной Азии

28 июня 2010 года

Содержание	Страница
I. Урегулирование необслуживаемых кредитов	2
А. Введение и справочная информация.....	2
В. Уязвимые места баланса.....	3
С. Варианты урегулирования НОК	8
D. Важнейшие выводы на основе международного опыта использования КУА.....	12
E. Вопросы экономической политики в Казахстане.....	13
F. Заключение.....	15
Литература.....	16
II. Должна ли налогово-бюджетная система Казахстана основываться на правилах? ..	17
А. Налогово-бюджетные правила: общие аспекты	17
В. Использование налогово-бюджетных правил: мировые тенденции и примеры отдельных стран.....	20
С. Налогово-бюджетная политика Казахстана в последнее десятилетие	22
D. Какое налогово-бюджетное правило можно принять в Казахстане?.....	25
Литература.....	30
III. Развитие финансового рынка в Казахстане.....	31
А. Введение	31
В. Уязвимые места в структуре банковских балансов	32
С. Развитие внутренних финансовых рынков.....	36
D. Координация действий различных органов экономической политики	41
E. Усиление регулирования	43
F. Заключение.....	44
Литература.....	46

I. УРЕГУЛИРОВАНИЕ НЕОБСЛУЖИВАЕМЫХ КРЕДИТОВ¹

Банки Казахстана по-прежнему страдают из-за значительного и растущего объема необслуживаемых кредитов. Невозможность принять комплексную и прозрачную стратегию урегулирования может повлечь за собой дальнейший ущерб для капитала и соответствующее повышение непредвиденных фискальных рисков, которые создают угрозу несоблюдения банками стандартов регулирования и ограничивают их возможности в сфере предоставления кредитов. С учетом масштабов неблагополучных кредитов и нормативно-правовых недостатков, возможно, целесообразно будет использовать централизованный подход к санации активов, в основе которого может лежать получивший новую жизнь Фонд стрессовых активов. Тем не менее, любая стратегия должна подкрепляться исчерпывающей перспективной оценкой балансов банков и надлежащим образом усиленными пруденциальными основами.

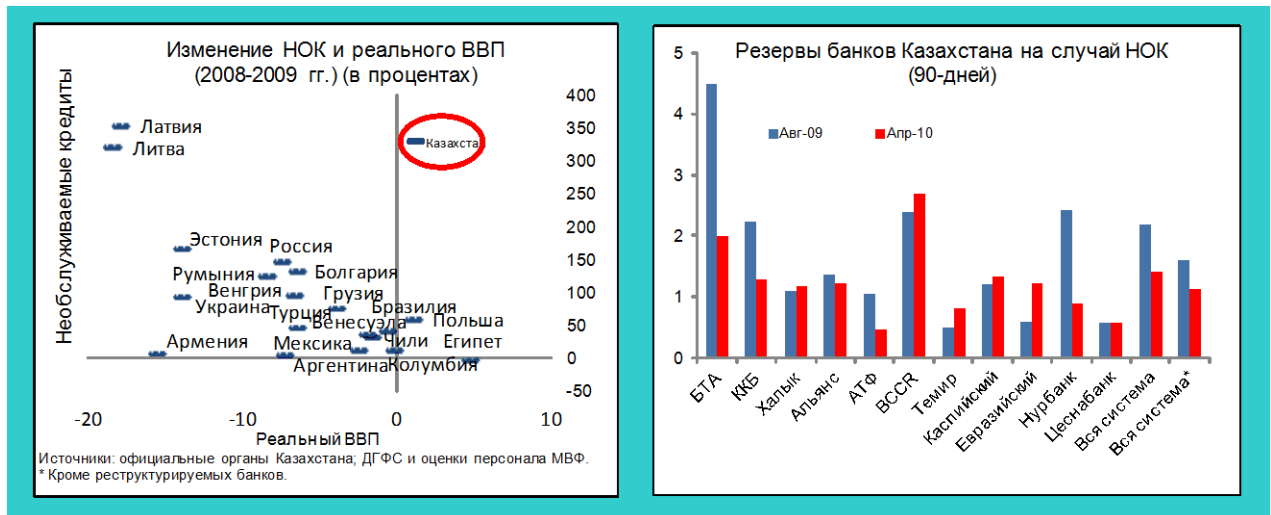
A. Введение и справочная информация

- 1. В Казахстане объем необслуживаемых кредитов (НОК) рос более высокими темпами по сравнению с другими странами, пострадавшими от кризиса.** Несмотря на положительные показатели темпов роста ВВП в течение всего кризисного периода, балансы банковского сектора продолжают страдать из-за снижения качества активов (рисунок I.1). Такое ухудшение балансов определяет потребность в универсальной и прозрачной стратегии урегулирования и может предполагать меры по рекапитализации в нескольких ведущих банках, включая те, которые проводят реструктуризацию своих внешних обязательств.
- 2. При существующих тенденциях системные НОК, вероятно, достигнут максимума более чем в 30 процентов (на 90-дневной основе), при том что источники финансирования остаются ограниченными.** Хотя в настоящее время уровни создания резервов высоки, они могут быть не вполне достаточными, что создает дополнительное давление на уровни капитала. Сочетание снижающегося качества активов, нарастающего давления на позиции банков по капиталу и ограниченной доступности финансирования будет действовать как общий тормоз темпов роста ВВП.
- 3. С учетом этого важно, чтобы банки совместно с официальными органами реализовали комплексные меры по урегулированию проблем крупных и растущих объемов НОК.** Такие меры не только будут способствовать снижению

¹ Подготовили Али Аль-Эйд (БЦД) и Нил Сэйкер (ДДК).

балансовых рисков из-за сокращения активов — тем самым гарантируя прочную основу для возобновления роста кредитов, — но и смягчат связанные с этим непредвиденные фискальные риски. Более того, в перспективе урегулирование НОК обеспечит банкам Казахстана сравнительно выгодное положение для решения проблем, связанных с более высокими международными требованиями в отношении минимального размера капитала, а также с ростом конкуренции за капитальные ресурсы на глобальном уровне.

Рисунок I.1. Высокий объем НОК в период кризиса и уменьшение покрытия резервными фондами



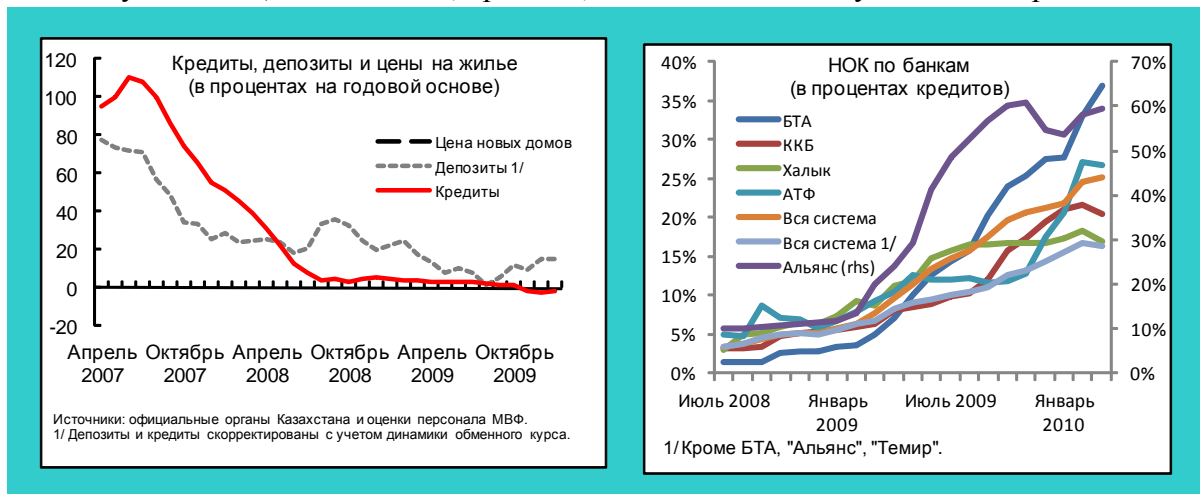
4. Для успешного управления НОК необходимы **разносторонний опыт и компетентность, чтобы обеспечить эффективность урегулирования и равные условия для различных участвующих сторон.** Любая стратегия должна учитывать выгоды вмешательства (упорядочение и укрепление балансов коммерческих банков в целях содействия возобновлению кредитного посредничества) и необходимость сведения к минимуму прямых бюджетных издержек и косвенных расходов, связанных с моральным риском (который может создать предпосылки для новых проблем в будущем). Такая реструктуризация должна проводиться быстро, носить всесторонний характер, отличаться прозрачностью и последовательностью и осуществляться в рамках программы с четко заданными временными сроками. Хотя урегулирование НОК может производиться самими банками, международный опыт показал, что более эффективным является централизованный подход на основе компаний по управлению активами (КУА).

В. Уязвимые места баланса

5. **Сочетание структурных недостатков и внешних факторов сделало банковскую систему Казахстана весьма уязвимой для внезапной остановки потоков капитала.** Это способствовало банкротству двух крупных банков и двух

более мелких финансовых организаций. К основным источникам уязвимости относятся чрезмерное предоставление кредитов в иностранной валюте сектору невнешнеторговых товаров, зависимость от оптового финансирования из-за рубежа и недостатки основ регулирования и надзора. Официальные органы были вынуждены вмешаться в деятельность двух крупнейших банков, приобрести стабилизирующие доли участия в капитале двух других ведущих банков и предоставить широкую поддержку ликвидности, включая целевое размещение депозитов государственных предприятий в рамках всей системы. Несмотря на масштабную антикризисную программу (АКП), рост кредитов остается на невысоком уровне, НОК увеличились, а банковский капитал и рентабельность системы в целом снизились (рисунок I.2).

Рисунок I.2. Цены на жилье, кредиты, депозиты и необслуживаемые кредиты



6. **В последнее время экономика стала демонстрировать признаки восстановления, вместе с тем открытая кредитная позиция банков по отношению к наиболее пострадавшим секторам до сих пор остается значительной.** Такая открытая позиция — по отношению к недвижимости, строительству и невнешнеторговым товарам — будет сдерживать восстановление кредитной деятельности, несмотря на общее улучшение в сфере внутренней ликвидности, особенно в ситуации, когда внешнее финансирование остается недоступным. Условия предоставления кредитов также, вероятно, столкнутся с противодействием внутренней нормативно-правовой среды, которая ориентирована на дальнейшее ужесточение в соответствии с эволюцией международных стандартов (вставка I.1).

7. **В течение кризиса были сформированы буферные резервные фонды, однако сохранение текущих тенденций в сфере НОК может серьезно истощить существующий буферный капитал.** Банки, по всей видимости, хорошо обеспечены резервами на НОК — совокупное резервирование на 90-дневной основе на НОК превышает 100 процентов. Тем не менее, основополагающие факторы не столь

очевидны. В самом деле, соотношение со временем сокращалось, при этом показатели НОК не включают кредитов, которые были реструктурированы, но сохраняют свою долю в запасах резервных фондов. Опыт других стран показывает, что определенный процент таких реструктурированных кредитов может вновь вернуться в состояние НОК, что для большинства крупнейших банков будет означать падение охвата резервами на уровень ниже 100 процентов. В этих условиях уровни капитала в системе резко упали, в то время как объем кредитов, обеспеченных резервами ниже 100 процентов, продолжал расти. По сравнению с концом 2007 года регулятивный капитал снизился на 17,7 миллиарда долларов США, даже с учетом вливаний в долю участия в капитале со стороны СК в БТА, «Альянс», «Халык» и ККБ (достигающих 2,7 миллиарда долларов США)².

8. **Дальнейшее снижение качества активов может ухудшить нормативные позиции банков и их способность предоставлять кредиты.** Перспективный анализ балансов системы (Таблица 1) показывает, что некоторые банки столкнутся с проблемами поддержания минимального коэффициента достаточности собственного капитала, если НОК превысят 30 процентов, хотя два действующих крупнейших банка по-прежнему будут соответствовать предъявляемым требованиям. При среднем уровне НОК в 40 процентов в нескольких системных банках, не проходящих реструктуризацию, коэффициенты достаточности собственного капитала упадут ниже минимального уровня, и банкам потребуется рекапитализация.

9. **Прогнозы, сделанные на основе анализа чувствительности, указывают на значительные проблемы для банков и экономики в более широких масштабах.**

- Открытая позиция банков по отношению к наиболее пострадавшим секторам определяет уязвимость их балансов. Медленное восстановление роста в этих секторах или дальнейший спад активности могут привести к недостаточной капитализации банков, что ограничит их возможности предоставлять новые кредиты, ухудшит рентабельность и приведет балансы в стагнирующее состояние.
- Результирующее сокращение кредитов будет оказывать дополнительное давление на заемщиков, которым будет недоставать оборотного капитала. Такое резкое сокращение ликвидности может привести к дальнейшему снижению качества кредитов и созданию порочного круга ухудшения кредитов.

² По состоянию на апрель 2010 года регулятивный капитал составлял -2,9 процента ВВП, что главным образом отражало неплатежеспособность БТА, «Альянса» и «Тимур-Банка». Регулятивный капитал остальных банков в течение данного периода оставался достаточно стабильным — на уровне чуть более 8 процентов ВВП. В более поздний период 2010 года, после завершения процессов реструктуризации, капитал в реструктурируемых банках вновь вернется к положительным уровням, достаточным для соблюдения регулирующих норм.

- Позиции банков по капиталу остаются слабыми. Даже если коэффициенты достаточности собственного капитала превышают минимальные уровни, этого может оказаться недостаточно для международных заимствований в условиях все более жесткого применения пруденциальных норм. В результате банки по-прежнему будут ограничены в своем кредитовании.

Таблица I.1. Перспективный анализ баланса коммерческих банков

Сценарии анализа чувствительности 1/			
	Фактические данные конец марта 2010 г.	Сценарий 1 30% НОК для всех банков	Сценарий 2 40% НОК для всех банков
НОК (90-дневная основа) 2/	25,1	30,0	40,0
НОК (90-дневная основа) 2/ 3/	21,7	30,0	40,0
Списание безнадежных долгов 2/	4,1	6,0	8,0
Списание безнадежных долгов 2/ 3/	1,1	6,0	8,0
Резервы/90 дней НОК	1,5	1,3	1,0
Резервы/90 дней НОК 3/	0,9	0,7	0,5
Коэффициент достаточности капитала (%)	-3,8	-16,2	-22,8
Коэффициент достаточности капитала (%) 3/	19,4	8,7	0,3
Число банков ниже 12% КДК	3,0	10,0	13,0
Число 6 крупнейших банков ниже 12% КДК	2,0	4,0	6,0
Число банков с отрицательным капиталом	3,0	5,0	5,0
Число крупнейших 6 банков с отрицательным капиталом	2,0	4,0	4,0
Требования по рекапитализации по возврату к 12% КДК (млрд долл. США)	12,6	21,6	25,0
В % к ВВП 2010 г.	10,2	17,5	20,2
В % к ВВП 2010 г. 3/		2,6	5,0

Источники: оценки персонала АФН и МВФ

1/ Все сценарии предполагают (i) среднее резервирование 33 процентов на НОК менее 90 дней, и 75 процентов на НОК более 90 дней, что включает безнадежные непризнанные долги и 100 процентов на списания; (ii) списания безнадежных долгов составляют 20 процентов НОК; и (iii) исключается воздействие соглашений по реструктуризации, которые будут завершены в 2010 году.

2/ В процентах от совокупных кредитов.

3/ Кроме реструктурируемых банков.

10. **Текущие процессы урегулирования безнадежных долгов не соответствуют требованиям и недостаточно последовательны.** Некоторые банки решают проблемы НОК по собственной инициативе, эффективно используя свои знания о клиентах, но при этом сталкиваясь с проблемами устранения основополагающих причин неспособности или нежелания платить. На данный момент отраслевые источники сообщают о реструктуризации от 15 до 25 процентов кредитов в крупнейших банках и о списании всего 4 процентов кредитов. Банки, как правило, неохотно списывали безнадежные кредиты из-за неблагоприятных налоговых последствий и ожидания роста стоимости стрессового актива в условиях продолжающегося восстановления экономики. На этом фоне произошло изменение задач Фонда стрессовых активов (ФСА) — созданного в 2008 году в рамках АКП для поглощения «токсичных» активов, — что явилось отражением подхода официальных органов к обеспечению целевого кредитования для малых и средних предприятий (МСП) и конкретных строительных проектов³. Подобные политические инициативы по поддержке приоритетных секторов, в том числе посредством субсидированных кредитов, могут привести к искажениям деятельности на рынке и в будущем породить дополнительные НОК.

³ До настоящего времени ФСА проводил только размещения и предоставлял кредиты банкам с использованием всей своей капитальной базы объемом 500 миллионов долларов США.

Вставка I.1. Последние тенденции в международном финансовом регулировании

Ожидаемые изменения в регулировании в ответ на мировой финансовый кризис, скорее всего, будут иметь важные последствия для банков Казахстана. Сюда относятся размер и структура банковских балансов и их возможность осуществлять трансграничные операции и деятельность.

Новая структура регулирования. Ряд международных органов и организаций в настоящее время занимается формированием пруденциальных основ и установлением подробных стандартов и норм. К таким организациям относятся:

- *Группа 20-ти:* определяет программу реформы регулирования.
- *Совет по стандартам финансового учета:* координирует разработку стандартов финансового сектора с национальными органами и международными органами, устанавливающими стандарты, а также исследует уязвимые места, которые затрагивают мировую финансовую стабильность.
- *Органы, устанавливающие стандарты:* Банк международных расчетов (БМР)*, Международная организация комиссий по ценным бумагам (ИОСКО), Международная ассоциация органов страхового надзора (МАСН) и Международная ассоциация страховщиков депозитов (МАСД) разрабатывают конкретные стандарты для секторов.
- *Национальные официальные органы:* внедряют стандарты.
- *МВФ:* осуществляет надзор за макропруденциальной политикой и стабильностью финансового сектора, а также исследует и оценивает ход внедрения стандартов через РОСК и ФСАП.
- **Ключевые инициативы.** Международная программа в основном касается банков; она предназначена для рассмотрения микропруденциальных (уровень банка) правил и стандартов, или стандартов системного уровня. К основным проблемам относятся:
 - *Банковский капитал.* Более высокие минимальные требования, включая буферы сохранения капитала; антициклические буферы и акцент на соотношении между собственными и заемными средствами с целью включения забалансовых статей; новые расчеты коэффициентов достаточности собственного капитала, позволяющие уделять больше внимания обыкновенным инструментам участия в капитале (первый уровень и нераспределенная прибыль); постепенный уход от гибридного капитала (третий уровень); оптимизация вычетов. Определение активов, взвешенных по риску, будет более жестким с более строгими требованиями в отношении трейдинговых счетов и весовых коэффициентов риска для секьюритизированных активов.
 - *Ликвидность.* В расширенных руководящих указаниях по управлению ликвидностью и надзору основное внимание уделяется коэффициенту покрытия ликвидности и чистому стабильному коэффициенту обеспеченности с особым акцентом на подходе с учетом факторов риска, включая стресс-тестирование оттока.
 - *Управление рисками.* Вопросы, включающие концентрацию риска кредитования и вознаграждение руководства банков.
 - *Международное сотрудничество.* Надзорные коллегии органов регулирования, которые обеспечивают наблюдение за деятельностью банков, ведущих международные операции.
- **Значение для банков Казахстана.** Особое внимание, уделяемое более высоким буферам капитала и ликвидности, а также более жесткие макропруденциальные меры, как правило, будут накладывать на банки более серьезные обязательства и приведут к росту их издержек. Чтобы обеспечить соблюдение принципов оптимальной международной практики — а значит, и способность конкурировать за международный капитал, — банки Казахстана должны рассматриваться как финансовые организации с прочной основой. Это подразумевает сохранение упорядоченных балансов, соблюдение надлежащей практики бухгалтерского учета и обеспечение соответствия требованиям эффективно функционирующего режима регулирования и надзора. Важным условием такой стратегии более качественного соблюдения международных норм будет всеобъемлющее, прозрачное и действенное регулирование НОК.
 - * БМР также контролирует и финансирует смежные комитеты, имеющие менее четко определенное, но влиятельное положение.

С. Варианты урегулирования НОК

11. Опыт различных стран указывает на существование трех общих подходов к урегулированию НОК. К ним относятся: 1) централизованный подход на основе компании государственного сектора по управлению активами (КУА); 2) децентрализованная КУА государственного сектора (для одного банка или группы банков); 3) ориентированный на банки подход, в рамках которого частные банки управляют собственными НОК с использованием различных методов — включая внутренние КУА или отделы урегулирования — либо посредством реализации особого подхода к кредитам (например, продление сроков действия кредита), а также других механизмов.

Централизованные КУА государственного сектора

12. Официальные органы создают и обеспечивают капитализацию КУА для приобретения НОК у всех коммерческих банков. НОК обмениваются на выпущенные (или обеспеченные) государством облигации или наличные деньги⁴. Такой процесс, как правило, подкрепляется полным диагностическим аудитом и перспективной оценкой банковских активов и капитала. Освободившись от необслуживаемых активов, банки приобретают более ярко выраженную способность возобновить операции кредитования, пока КУА занимается реализацией НОК или их реструктуризацией для будущей продажи. Помимо решения проблемы НОК образование централизованной КУА может способствовать сохранению стоимости банковских активов за счет эффективного установления минимальной цены. Благодаря этому появляется возможность воспрепятствовать реализации активов по ценам распродажи, когда в периоды экономической нестабильности и неопределенности рынки становятся неактивными.

13. Опыт различных стран также показывает, что успешные КУА опираются на определенные минимальные условия и стандарты⁵. К ним относятся:

⁴ Как правило, КУА являются частью более универсальной стратегии по реструктуризации и рекапитализации банковского и корпоративного секторов. В этом случае могут создаваться дополнительные ведомства, что приводит к приобретению государством доли собственности в банках и корпорациях. Это может повлиять на административный потенциал и возможности официальных органов в сфере проведения приватизации, что усиливает потребность в реструктуризации нежизнеспособных корпоративных структур, которые часто являются источником проблем банковского сектора.

⁵ В других случаях такой подход к КУА был реализован в развитых странах и странах с формирующейся рыночной экономикой; в частности, в настоящее время он осуществляется в Ирландии (NAMA), а в прошлом был реализован в США (Resolution and Trust Corporation, RTC), Швеции (органы
(continued)

1) достаточный капитал; 2) прочные нормативные, пруденциальные основы и основы корпоративного управления; 3) надлежащие правовые основы (в частности, действенные законы о залоговом обеспечении, взыскании по закладной и банкротстве); 4) прозрачность и подотчетность (которые поддерживаются посредством периодического предоставления отчетности и государственного надзора); 5) надлежащие методы стоимостной оценки активов. Последнее требует от банков оценивать активы на основе их текущей рыночной стоимости, которая затем должна компенсироваться за счет дополнительного капитала — в некоторых случаях путем снижения капитала существующих акционеров до нуля и/или восполнения оставшейся потребности за счет государственного капитала⁶. Первоначально активы, оцениваемые по номинальной стоимости, будут сохранять балансы банков в упорядоченном состоянии, однако впоследствии произойдет увеличение бюджетных затрат, поскольку на КУА будет перекладываться бремя окончательного списания.

Децентрализованные КУА государственного сектора

14. **Официальные органы создают и обеспечивают капитализацию КУА для приобретения НОК у одного крупного банка.** Процессы и основополагающие условия и стандарты поддержки КУА такие же, как в рамках централизованного подхода. Вместе с тем в данном случае существует возможность образования нескольких КУА для урегулирования проблемы НОК в различных банках. Это может быть желательно, если проблемные кредиты концентрируются в определенной группе банков или секторов. Такая ситуация напоминает опыт Казахстана в середине 1990-х годов (см. вставку I.2) или Китая в 1999 году, когда Министерством финансов были созданы и финансировались четыре КУА специально для решения проблем четырех крупных принадлежащих государству коммерческих банков.

КУА частного сектора или альтернативная внутренняя процедура

15. **Отдельные частные банки создают собственные КУА или формируют программы реструктуризации.** Это может достигаться самыми разными методами. Коммерческий банк может либо 1) образовать внутренний «отдел урегулирования» (модель «хороший банк/плохой банк»), куда переводятся и где хранятся все признанные безнадежными активы для последующей реализации или

банковской поддержки и Securum), Чешской Республике и нескольких странах Азии в период кризиса конца 1990-х годов (см. вставку I.3).

⁶ Отмечались также случаи, когда органы регулирования устанавливали приростные требования к размеру капитала, с тем чтобы ослабить бремя первоначальных требований к размеру капитала. Вместе с тем такая форма «институционального отказа от применения принудительных мер» должна быть прозрачной и опираться на прочную нормативно-правовую основу.

реструктуризации и продажи, либо 2) продлить сроки погашения существующих кредитов («продлить и ждать погашения» или использовать механизм возобновляемого кредитования), с тем чтобы такие активы не оценивались по текущим ценам, до тех пор пока их стоимость не восстановится. В последнем случае отдел урегулирования либо остается в пределах структуры банка, либо переводится в отдельное дочернее предприятие, у которого есть собственный баланс. Модель «хороший банк/плохой банк», по сути, подобна КУА, поскольку позволяет упорядочить баланс, способствуя возврату к нормальным операциям кредитования и снижая потребность в затратах времени управляющих на урегулирование безнадежных долгов.

16. Опыт других стран показывает, что официальные органы могут способствовать реализации подхода КУА в частном секторе. Это может достигаться за счет принятия законов или обеспечения налогово-бюджетных стимулов — например, устранения налоговых искажений — в целях формирования частных предприятий, призванных помочь избавиться от НОК. При этом в рамках модели «продлить и ждать погашения» безнадежные активы могут сохраняться в течение продолжительного времени, ограничивая способность банков создавать ликвидность, а значит, возобновлять кредитование. Тем не менее в данном случае банк избегает необходимости оценивать активы по текущим ценам, а потому снижается потребность в дополнительных вливаниях капитала.

17. В общем случае для обеспечения успеха децентрализованного подхода требуется определенный уровень отказа от применения принудительных мер и способность банков сохранять доверие вкладчиков. Последнее может предполагать необходимость поддержки официальных органов, например, посредством постоянного размещения депозитов государственных структур в банковской системе и/или более совершенного страхования депозитов — оба указанных подхода отмечались в случае Казахстана. Кроме того, основной риск, связанный с такого рода подходом, возникает из-за условных обязательств для бюджетных органов, поскольку в конечном счете может потребоваться дополнительный государственный капитал, если стоимость активов частного сектора не будет восстанавливаться. Однако в случае Казахстана план индустриализации, инициатива подготовки стратегического плана действий⁷, восстановление цен на нефть и ожидаемый приток средств двусторонних фондов, возможно, будут способствовать более быстрому восстановлению цен на активы.

⁷ Меры политики, направленные на достижение к 2030 году уровня доходов в странах с развитой экономикой.

Вставка I.2. Опыт использования КУА в Казахстане 1/

После обретения независимости Казахстан приступил к проведению реструктуризации финансовой системы. Задача государства заключалась в оздоровлении крупных государственных банков и модернизации банковской системы, а также нормативно-правовых основ. Подход к реструктуризации банков предусматривал сочетание КУА — в основном для НОК в семи государственных банках — с внутренними отделами урегулирования — главным образом для решения проблемы подверженности коммерческих банков риску НОК, предоставленных МСП. К 1994 году было создано три КУА:

- **Реабилитационный банк (РБ).** НОК добывающего и металлургического секторов переводились в РБ, что также определяло приоритет восстановления предприятия по сравнению с прямой ликвидацией и обеспечивало определенные ресурсы для финансирования сокращения размеров предприятия.
- **Фонд поддержки сельского хозяйства (ФПСХ).** Через ФПСХ проводились кредиты, предоставленные государственным сельскохозяйственным банком (Агропромбанк) и другими банками, значительному числу неплатежеспособных фермерских хозяйств. Вместе с тем отсутствие технического опыта ограничивало возможности ФПСХ по оздоровлению или ликвидации фермерских хозяйств, что привело к формированию альтернативных условий реоформления и появлению непогашенных долгов.
- **Эксимбанк.** Эксимбанк брал на себя расходы по кредитам, финансируемым агентствами по экспортному кредиту за счет государственных гарантий, что, в конечном счете, ограничило способность банка управлять такими НОК и привело к бюджетным затратам официальных органов.
- **Всего в эти КУА были переведены кредиты на общую сумму, составляющую 11 процентов ВВП, причем открытая позиция государственного банка по отношению к МСП оставалась на балансе этих банков.** Во всех КУА официальные органы стимулировали реструктуризацию кредитов, а не взыскание по закладной и ликвидацию, с тем чтобы ограничить отрицательное социальное и экономическое воздействие. На этом фоне происходило укрепление пруденциальной и нормативно-правовой основы, следствием чего стало введение новых требований в отношении размера капитала и лимитов на открытые позиции по отношению к отдельным акционерам или заемщикам. Вместе с тем такие усовершенствования сопровождались отказом (в значительной степени) от применения принудительных мер, что позволяло банкам в течение определенного времени обеспечивать соблюдение новых требований в отношении размеров капитала. Органы регулирования и официальные органы поддерживали этот механизм, приступив к созданию расширенной системы надзора за банками, не соблюдающими установленные нормы.
- 1/ Подробное обсуждение КУА в Казахстане см. в работе Hoelscher (1998).

D. Важнейшие выводы на основе международного опыта использования КУА

18. **Централизованные КУА наиболее эффективны в условиях системной финансовой нестабильности и ослабленной правовой инфраструктуры для урегулирования долгов.** В этих обстоятельствах государственная поддержка обеспечивает важные внешние факторы, к которым, в частности, относятся:

- **Координация рынков.** В условиях ограниченной или асимметричной рыночной информации координация со стороны государственного сектора имеет определяющее значение. Частные банки могут осуществлять деятельность, которая обеспечивает прибыль в индивидуальном порядке, но приводит к неблагоприятным коллективным результатам (например, к реализации активов по ценам распродажи).
- **Использование правовых процедур.** Нечетко сформулированные положения о залоговом обеспечении и неэффективные правовые процедуры могут отсрочить реструктуризацию кредитов, а наделенная надлежащими полномочиями централизованная КУА способна преодолеть такие ограничения.
- **Своевременность реструктуризации.** Централизованная КУА может ставить условия — например, рекапитализация и изменение моделей ведения предпринимательской деятельности, — которые способствуют операционной и финансовой реструктуризации банков.
- **Концентрация опыта.** КУА способна собрать экспертов, которые используют системные представления о проблемах и способах урегулирования НОК.

19. **Однако в тех случаях, когда КУА плохо организована или структурирована, не получает достаточного финансирования или не имеет надлежащих полномочий, когда ее текущая деятельность не характеризуется прозрачностью и независимостью, могут возникать проблемы.** В этих условиях недостаток внимания или ресурсов может привести к обременительным последствиям для официальных органов, включая:

- **Бюджетные расходы.** Для функционирования централизованной КУА необходимы значительные авансовые ресурсы из бюджета, что может привести к росту бремени задолженности государственного сектора.
- **Операционные расходы.** В отсутствие эффективного управления централизованная КУА обычно несет высокие операционные расходы, что замедляет урегулирование НОК и снижает стоимость нереструктурированных активов. Важно, чтобы КУА была укомплектована опытными кадрами, а руководство компанией осуществлялось в соответствии с принципом получения максимальной прибыли, с тем чтобы обеспечить эффективную реализацию активов и избежать субсидирования банков.

- **Издержки для репутации.** Необходимо закрепить норму независимости в текущей деятельности, поскольку централизованная КУА может быть уязвимой для политического вмешательства и коррупции. КУА должна относиться к сфере основной ответственности органов государственного управления, а не центрального банка. Распространение бюджетного контроля на КУА с момента начала ее деятельности способствует прозрачности и в то же время защищает центральный банк от возможных конфликтов между его функциями как органа регулирования и проводника денежно-кредитной политики.

•

Е. Вопросы экономической политики в Казахстане

20. **Централизованный подход к КУА может быть наиболее приемлемой моделью для урегулирования проблемных кредитов в Казахстане.** В частности, с учетом масштабов НОК, продолжающегося ухудшения качества активов и недостатков в нормативно-правовых структурах важно обеспечить реализацию комплексного подхода. В самом деле, инициативы в сфере урегулирования, которые в настоящее время проводятся в жизнь, чрезмерно фрагментированы, субъективны и непрозрачны; кроме того, их может оказаться недостаточно для решения существующих проблем, связанных с высоким уровнем накопленной задолженности.

21. **Казахстан вполне способен обеспечить надлежащую капитализацию, структуру и направление деятельности ФСА в качестве централизованной КУА.** При этом важно, чтобы ФСА избегал создания стимулов для повышения морального риска и был независимым в своей текущей деятельности, обеспечивая прозрачность и подотчетность перед обществом. Банки должны будут отразить в отчетности текущие убытки, что может стать причиной возникновения проблем достаточности капитала, а также проблем доверия. Это может потребовать принятия приростного подхода к достаточности капитала, реализуемого совместно с АФН и обеспечивающего соблюдение минимальных международных норм в будущем; вместе с тем следует избегать снисходительности в применении принудительных мер. Кроме того, необходимо сформировать программу рекапитализации для обеспечения всеобъемлющего решения проблемы НОК. Другие соображения включают:

- **Сохранение необходимых стимулов.** Механизмы участия в прибылях коммерческих банков могут обеспечить стимулы для создания гарантий сохранения определенной стоимости кредитов, что поможет снизить бюджетные затраты. Налоговая структура также должна обеспечивать поддержку продажи кредитов ФСА.

Вставка I.3. Урегулирование НОК во время кризиса в Азии 1/

В 1997–1998 годы в результате кризиса в Азии Индонезия, Малайзия и Корея (а впоследствии и Таиланд) образовали централизованные КУА. Модели на основе банков не выбирались по причине системного характера проблем банковского сектора и слабости правовых инфраструктур. К основным особенностям таких КУА относятся:

- *Создание по инициативе государства.* Централизованная организация и финансирование со стороны органов государственного управления, а не центрального банка.
- *Расширенные правовые полномочия.* Специальные правовые полномочия по проведению реструктуризации (Малайзия, Таиланд) или использованию существующих правовых основ (Корея).
- *Ограниченный временной горизонт.* Лимиты на срок в годах, в течение которого разрешена деятельность КУА.
- *Альтернативные стратегии приобретения.* Сосредоточение внимания на крупных, надлежащим образом обеспеченных кредитах (Малайзия), на полностью обеспеченных кредитах (Корея) или на всех кредитах (Индонезия, где банки были национализированы). Субсидирование кредитов либо путем их приобретения примерно (или точно) по номинальной стоимости (Индонезия, Корея), либо за счет заключения соглашений с банками об участии в прибылях (Малайзия, Таиланд).
- *Внешние кадры.* Широкое использование сторонних кадров и опыта для проведения аудита, стоимостной оценки активов, реоформления для продажи или секьюритизации (Корея, Малайзия).

Показатели деятельности				
	Переведенные активы	Уровень реализации а/ (процент переведенных активов)	Процент возврата денежных средств (сверх номинальной стоимости переведенных активов)	Процент возврата денежных средств (сверх суммы реализованных активов)
IBRA	305.77 трлн рупий	70,4	31,4	44,6
Danaharta	52.44 млрд мал. ринггит	100,0	34,1	58,7
KAMCO	91.75 млрд долл. США	61,6	29,2	47,4
TAMC	784.378 млрд таил. бат	73,5	1,8	2,5

Источник: годовые и месячные отчеты КУА страны. Цитируется по работе Terada-Hagiwara and Pasadilla, 2004.
а/ по состоянию на следующие даты: Корея, 11/03; Малайзия и Индонезия, 9/03; Таиланд, 6/03

1/ Индонезия (Индонезийское агентство по реструктуризации банков, IBRA); Корея (Корейская корпорация по управлению активами, KAMCO); Малайзия (Danaharta). Озабоченность состоянием государственных финансов вынудила Таиланд первоначально придерживаться децентрализованного подхода, однако в 2001 году была образована централизованная КУА (Компания Таиланда по управлению активами, TAMC). На Филиппинах КУА не создавалась, вместо этого использовался децентрализованный подход. См. работы Claessens et. al (1999), Lindregg et. al (1999), Stone (1998) и Terada-Hagiwaral et. al (2004).

- **Реструктуризация корпоративного сектора.** Механизмы решения основополагающих проблем в корпоративном секторе помогут избежать возникновения еще одного цикла НОК. Это имеет большое значение в контексте проводимой политики, которая обеспечивает субсидирование и гарантии кредитования приоритетных секторов.

- **Быстрая реализация НОК, в том числе иностранным инвесторам.** Средства, обеспечивающие гарантии того, что реализация НОК уравнивает риск быстрой реализации активов (по ценам распродажи), что приводит к снижению цен в условиях быстрого сокращения стоимости НОК во времени.
- **Ограниченный по времени горизонт деятельности.** Необходимо устанавливать жесткие целевые показатели деятельности ФСА для ограничения рисков его превращения в самосохраняющуюся бюрократическую систему и возникновения рыночных представлений о нем как о свалке для НОК.

Ф. Заключение

22. **С учетом наследия кризиса важно, чтобы Казахстан был готов придерживаться последовательного подхода к урегулированию НОК в дополнение к проводимым в жизнь инициативам.** Международный опыт продемонстрировал ценность своевременного и активного подхода, который адаптирован к особенностям ситуации в стране. Принятые до настоящего времени меры, включая образование ФСА, указывают, что Казахстан вполне способен разработать комплексную и прозрачную стратегию урегулирования НОК, которая станет неотъемлемой частью продолжающегося оздоровления финансовой системы.

23. **При этом важно, чтобы любая стратегия подкреплялась полной диагностической оценкой всех системно важных банков на основе потребностей в рекапитализации.** Дополнительно необходимо провести анализ стрессов и чувствительности, позволяющий оценить масштабы и глубину проблемы. Более того, с процедурной точки зрения важно выявить пробелы и недостатки в нормативной, пруденциальной, управленческой, налоговой и правовой основах и провести необходимые меры по их совершенствованию.

ЛИТЕРАТУРА

- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Daniela Klingebiel, 1999, "Financial Restructuring in East Asia: Halfway There?" Financial Sector Discussion Paper No.3. (Washington: World Bank).
- Hoelscher, D. S., 1998, "Banking System Restructuring in Kazakhstan," IMF Working Paper, WP/98/96 (Washington: International Monetary Fund).
- Lindgren, Carl-Johan, Tomas Balino, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn and Leslie Teo, 1999, "*Financial Sector Crisis and Restructuring; Lessons from Asia*" Occasional Paper 188 (Washington: International Monetary Fund).
- Stone, Mark, 1998, "Corporate Debt Restructuring in East Asia, Some Lessons from International Experience", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/98/13 (Washington: International Monetary Fund).
- Terada-Hagiwara¹, Akiko and Gloria Pasadilla, 2004, "Experience of Crisis-Hit Asian Countries: Do Asset Management Companies Increase Moral Hazard? Discussion Paper Series No. 2004-17 (Manila: Philippine Institute for Development Studies).

II. ДОЛЖНА ЛИ НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ СИСТЕМА КАЗАХСТАНА ОСНОВЫВАТЬСЯ НА ПРАВИЛАХ¹?

В течение последнего десятилетия официальные органы Казахстана продемонстрировали свою способность поддерживать высокий уровень бюджетной дисциплины, не прибегая к каким-либо числовым правилам. Однако недавняя реализация антикризисных мер привела к ухудшению бюджетной позиции. В краткосрочной перспективе необходима бюджетная консолидация, чтобы обеспечить макроэкономическую стабильность и предотвратить использование средств Национального нефтяного фонда для финансирования бюджетного дефицита. Долгосрочные целевые показатели расходования нефтяных доходов и ненефтяного дефицита бюджета в сочетании с четким и прозрачным планом консолидации позволили бы создать надежную и заслуживающую доверия систему управления налогово-бюджетной сферой. Надежная и прозрачная система управления государственными финансами (УГФ) должна стать неотъемлемой частью любой эффективной налогово-бюджетной системы.

А. Налогово-бюджетные правила: общие аспекты

1. **Как правило, налогово-бюджетные правила вводятся с целью создания институционального механизма для поддержания доверия к налогово-бюджетной системе и бюджетной дисциплины².** Налогово-бюджетные правила зачастую имеют своей целью исправление нарушенных стимулов в экономической политике. Одним из распространенных примеров такого рода нарушения стимулов является ситуация, когда краткосрочные политические соображения приводят к пренебрежению долгосрочными нуждами. Еще один пример — это так называемая «проблема ресурсов общего пользования», когда влиятельные лица и группы оказываются не в состоянии интернализировать совокупные последствия своих требований для бюджета. Числовые налогово-бюджетные правила нацелены на исправление этих проблем, накладывая на разработку и проведение экономической политики строгие рамки и ограничивая свободу действий директивных органов.

2. **Оптимальное построение налогово-бюджетного правила зависит от целей налогово-бюджетной политики.** Цели различаются в зависимости от конкретных особенностей страны, однако нередко они включают в себя одну или несколько из следующих целей: 1) оказание посредством налогово-бюджетной

¹ Подготовил Дмитрий Рожков (БЦД).

² В работе IMF (2009) приводится более подробный анализ полезности налогово-бюджетных правил и обсуждается их построение и внедрение.

политики антициклического воздействия на экономику и содействие амортизации потрясений; 2) сокращение государственного долга и 3) в случае богатых ресурсами стран — достижение справедливого распределения этого природного богатства между поколениями. В зависимости от относительной важности этих целей директивные органы в разных странах могут принять решение об ограничении тех или иных налогово-бюджетных переменных. Например, ограничение отношения государственного долга к ВВП (или любой другой связанной с долгом переменной) целесообразно, если первоочередной задачей политики является сокращение уровня государственного долга. При других обстоятельствах может быть выбрана иная переменная, такая как отношение общего сальдо бюджета к ВВП, структурного сальдо к ВВП или какой-либо показатель государственных расходов. Следует отметить, что, хотя конечная цель может быть достаточно общей (такой как устойчивость долговой ситуации или прочная бюджетная позиция в долгосрочной перспективе), целевой показатель, избираемый в качестве налогово-бюджетного правила, должен быть используемым на практике и контролируемым официальными органами (например, бюджетный дефицит или государственный долг).

3. Страны, производящие биржевые товары, нередко выбирают в качестве целевого показателя какой-либо показатель сальдо бюджета, который не включает доходы от экспорта биржевых товаров. Налогово-бюджетное правило для таких стран должно быть достаточно гибким, чтобы приспособляться к внешним шокам, в особенности к колебаниям цен на биржевые товары. Установление целевых показателей несырьевого сальдо помогает защитить бюджет от неустойчивости доходов от биржевых товаров и избежать экономических циклов, отражающих изменения в производстве биржевых товаров и мировых ценах на них. Независимо от решения об использовании налогово-бюджетных правил, рекомендации в отношении экономической политики, которые обычно дают производящим биржевые товары странам, заключаются в том, чтобы 1) несырьевое сальдо бюджета играло важную роль при разработке налогово-бюджетной политики и чтобы 2) несырьевое сальдо, особенно в части расходов, корректировалось постепенно во избежание дестабилизации совокупного спроса (Barnett and Ossowski, 2003).

4. Налогово-бюджетные правила в известном смысле похожи на ограничения, которые люди иногда накладывают на себя. Как показывают эмпирические данные, потребители не всегда ведут себя в соответствии с теорией оптимального потребления. В частности, потребление, как правило, чрезмерно чувствительно к изменениям дохода, и потребители, как представляется, не рассматривают различные формы богатства как близкие заменители. В ответ на эти смещения в поведении потребители зачастую создают и применяют правила, чтобы предотвратить принятие субоптимальных решений. Одним из примеров является использование пенсионных программ, предназначенных для стимулирования людей на создание определенного уровня сбережений и предотвращение слишком

тесной привязки потребления к доходу. Налогово-бюджетные правила представляют собой аналогичную попытку наложить ограничения и сделать действия правительства ближе к оптимальным.

5. Имеющиеся эмпирические данные свидетельствуют о том, что налогово-бюджетные правила, как правило, приносят желаемые выгоды тем странам, которые их применяют. В то время как, несомненно, требуется более всесторонний анализ этого вопроса, некоторые проведенные исследования смогли установить связь между применением правил и улучшением бюджетных результатов³. Удалось показать, что налогово-бюджетные правила также способствовали успеху бюджетной консолидации в странах ОЭСР (Guichard et al., 2007) и сыграли вспомогательную роль в ряде случаев крупных бюджетных корректировок. Эти результаты следует воспринимать с осторожностью, поскольку направление причинно-следственных связей не всегда очевидно. В целом, представляется, что налогово-бюджетные правила хорошо работают в тех странах, где и ранее проводилась качественная политика и где бюджетные условия достаточно стабильны. Правила также помогают закрепить реформы. Однако чаще всего правила не помогают запустить механизм коррекции при неблагоприятных начальных условиях.

6. При рассмотрении возможностей введения налогово-бюджетного правила необходимо учитывать ряд соображений. Любое правило должно подкрепляться веским политическим обязательством и решимостью следовать ему в случае принятия. При отсутствии такого обязательства правило, скорее всего, будет нарушено, что может привести к подрыву доверия к экономической политике. Кроме того, хотя правила могут способствовать следованию желательной налогово-бюджетной политике, обычно они ничего не говорят о структуре бюджетной корректировки, необходимой, чтобы приблизиться к такой желательной политике. Поэтому в тех случаях, когда исходная бюджетная позиция далека от целевой траектории, принятие правила должно дополняться выработкой четкого и заслуживающего доверия плана достижения требуемой консолидации (его необходимость в случае Казахстана будет рассмотрена ниже). Наконец, правила иногда могут стимулировать «ведение творческого учета», особенно если выбранный целевой показатель относительно сложен, и тем самым также подрывать доверие к экономической политике⁴.

7. Поддержание доверия, прозрачность и подотчетность являются ключевыми предпосылками любого действенного налогово-бюджетного

³ Эмпирические свидетельства для стран ЕС см., например, в работе Debrun et al., 2008.

⁴ Это проблема, однако, свойственна не только для стран с налогово-бюджетными правилами. Она может появиться, к примеру, в странах, не имеющих налогово-бюджетных правил, но желающих продемонстрировать рынкам достаточный прогресс в сфере бюджетной консолидации.

правила. Надежная и заслуживающая доверие система управления государственными финансами (УГФ) является неотъемлемой частью любого действенного налогово-бюджетного правила. Фактически, наличие такой системы значительно более важно, чем правильный выбор целевого показателя. Надежная система УГФ должна включать в себя несколько ключевых элементов, в частности 1) наличие надежных данных и способность к техническому прогнозированию бюджетных переменных; 2) способность к составлению внутригодовых отчетов и периодических отчетов на конец года, которая обеспечивается за счет всесторонней системы составления бюджетной отчетности; и 3) заслуживающие доверия системы внутреннего и внешнего аудита. Поддержание доверия к системе налогово-бюджетных правил также требует полной и своевременной публикации налогово-бюджетных данных. Фактически, как показано далее, опыт некоторых стран указывает на то, что надежная система УГФ сама по себе может быть достаточна для поддержания высокого уровня бюджетной дисциплины, даже при отсутствии каких-либо формальных правил.

В. Использование налогово-бюджетных правил: мировые тенденции и примеры отдельных стран

8. **Широкое распространение налогово-бюджетных правил, наблюдающееся в течение последних двух десятилетий, можно рассматривать как отражение их потенциальной полезности.** Количество стран, использующих то или иное налогово-бюджетное правило, возросло с 7 в 1990 году до 80 в 2009 году (IMF, 2010). На рисунке II.1 показан рост использования налогово-бюджетных правил, который наметился в последние два десятилетия и который можно наблюдать во многих странах, в том числе странах с развитой экономикой, странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами.

9. **Страны, производящие биржевые товары, экспериментируют с разными подходами к налогово-бюджетной системе с разной степенью успеха.** Во вставке II.1 описываются три примера стран, являющихся крупными производителями биржевых товаров, которые смогли успешно поддерживать налогово-бюджетную стабильность и устойчивость на протяжении длительных периодов сильных колебаний цен на биржевые товары. Пример Австралии особенно интересен, так как он показывает возможность поддержания консервативной и заслуживающей доверия налогово-бюджетной политики при отсутствии явных числовых правил благодаря высокой прозрачности и подотчетности.

10. **Страны с хорошо продуманными налогово-бюджетными правилами и здоровой системой тем не менее могут столкнуться с серьезными проблемами при проведении налогово-бюджетной политики.** Страны, опирающиеся на законы о налогово-бюджетной ответственности, могут столкнуться с сильным политическим давлением, направленным на смягчение налогово-бюджетной политики, во время длительных периодов роста цен на биржевые товары. Страны,

использующие правила структурного сальдо бюджета, иногда демонстрируют систематические смещения в расчете постоянного выпуска и иных переменных, требующих коррекции. В такой ситуации доверие к налогово-бюджетным органам и прозрачность налогово-бюджетной политики становятся ключевыми факторами, позволяющими поддерживать устойчивость государственных финансов.

Вставка II.1. Налогово-бюджетные правила в странах, производящих биржевые товары: пример трех стран

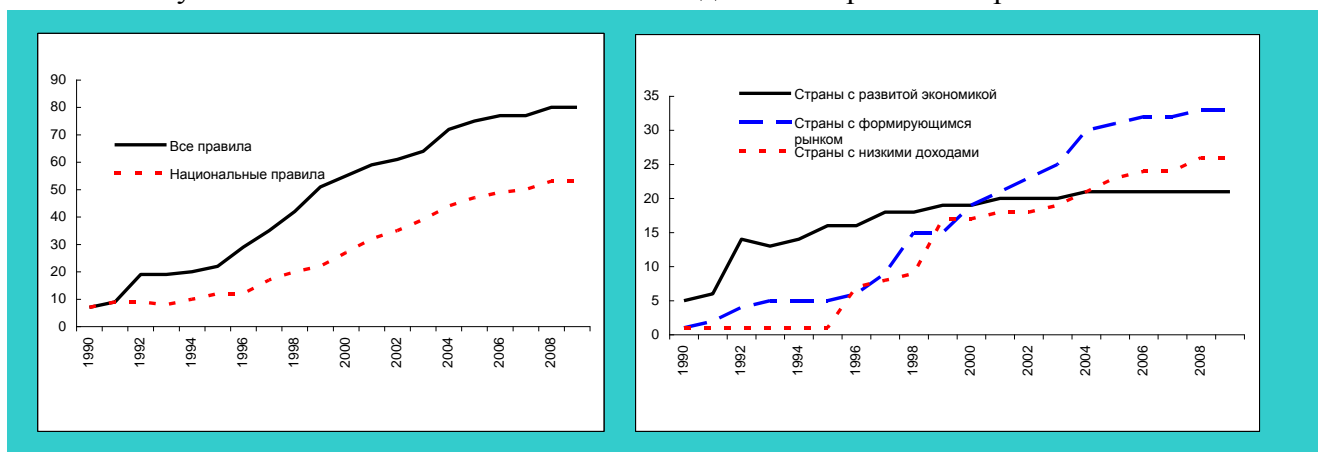
Описываемые ниже примеры трех стран показывают разнообразие налогово-бюджетных систем, которые могут быть с успехом внедрены в странах, производящих биржевые товары.

В Австралии налогово-бюджетная система не включает в себя числовые налогово-бюджетные правила. Вместо этого система проведения налогово-бюджетной политики обеспечивается законом о налогово-бюджетной ответственности. В соответствии с законом, каждый годовой бюджет сопровождается положением о бюджетной стратегии, распространяющимся на следующие четыре года. Стратегия основывается на нескольких общих целевых показателях, таких как 1) достижение в среднем за цикл профицита бюджета; 2) поддержание доли налогов в ВВП в среднем ниже уровня 2007–2008 годов; 3) увеличение в среднесрочной перспективе чистой стоимости финансовых активов правительства. Кроме того, когда экономика растет темпами, превышающими трендовые, в силу вступает правило государственных расходов, которое ограничивает темпы роста реальных расходов 2 процентами в год, пока профицит не достигнет по крайней мере 1 процента ВВП.

В Чили было принято явное числовое налогово-бюджетное правило, при котором устанавливается целевой показатель структурного сальдо бюджета. Государственные расходы планируются заранее в соответствии со структурными доходами, то есть доходами, достигаемыми, когда 1) экономика функционирует в условиях полного использования потенциала; 2) цены на медь и молибден находятся на своем долгосрочном уровне; 3) отдача на накопленные финансовые активы согласуется с долгосрочными процентными ставками. Целевой показатель структурного сальдо был установлен в 2002–2007 годах на уровне 1 процента ВВП, а затем снижен до 0,5 процента в 2008 году и до 0 процентов ВВП в 2009 году. Ключевые данные для расчета структурных доходов предоставляются независимым учреждением, и успешное воплощение этого правила в жизнь сильно зависит от доверия к данному учреждению.

Норвегия представляет собой еще один пример применения числового налогово-бюджетного правила, при котором целевым показателем является структурный бюджетный дефицит. В этом случае нефтяные доходы явным образом исключаются из целевого показателя. Ненефтяной структурный дефицит бюджета центрального правительства должен быть равен долгосрочной реальной доходности «Государственного пенсионного фонда — Глобал», которая составляет 4 процента. Однако налогово-бюджетные принципы допускают временные отклонения от этого правила в ходе экономического цикла.

Рисунок II.1. Использование налогово-бюджетных правил в мире^{1/}

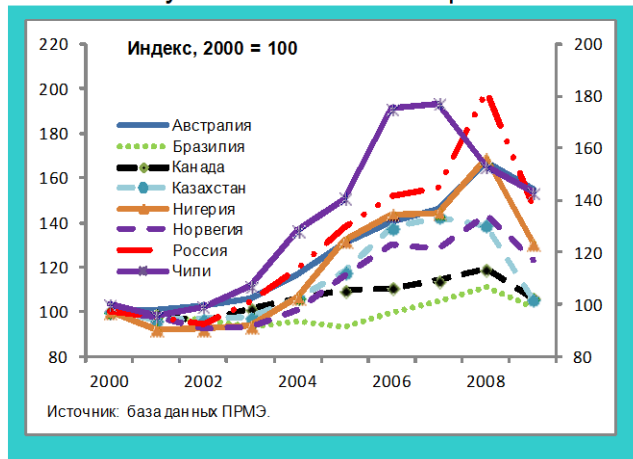


11. **В последнее время мировой финансовый кризис обнажил ограничения налогово-бюджетных правил во многих странах.** Чрезвычайно сильные шоки, потрясшие многие страны в 2008–2009 годах, усложнили следование этим правилам, и некоторые из них пришлось пересмотреть или скорректировать. Это свидетельствует о том, что налогово-бюджетные правила должны быть достаточно гибкими, чтобы противостоять мощным шокам и иметь хорошо продуманные оговорки о возможности приостановления их действия. Тем не менее, общее мнение о полезности налогово-бюджетных правил не изменилось, и ряд стран продолжил их внедрение в течение последних двух лет. К числу этих стран относятся Австрия (которая ввела в 2009 году скользящий четырехлетний потолок на государственные расходы), Германия (которая установила верхнее ограничение структурного дефицита федерального бюджета с 2016 года, а регионального — с 2020 года) и Венгрия (которая ввела правило первичного сальдо бюджета и правило реального государственного долга как составные элементы закона о налогово-бюджетной ответственности, вступающего в силу с 2012 года).

С. Налогово-бюджетная политика Казахстана в последнее десятилетие

12. **Подобно другим странам, производящим биржевые товары, Казахстан испытал сильный всплеск вследствие улучшения условий торговли в 2003-2008 годах.** Рисунок II.2 показывает, что условия торговли Казахстана улучшились более чем на 40 процентов с 2003 по 2007 год. Хотя ряд других стран, производящих биржевые товары, столкнулся с еще более резким улучшением своих условий торговли (в первую очередь Австралия, Чили, Нигерия и Россия), рост цен на биржевые товары привел к значительному росту ВВП и государственных доходов Казахстана.

Рисунок II.2. Условия торговли



13. Тем не менее в период, предшествовавший мировому финансовому кризису, государственные расходы оставались под контролем. Доля государственных расходов в ВВП оставалась относительно неизменной до 2008 года (рисунок П.3). В то же время государственные доходы Казахстана от нефти выросли с 1 миллиарда долларов США в 2001 году до 17 миллиардов долларов США в 2008 году (или с 4,5 до 12,5 процента ВВП). Значительная часть этих доходов была использована для сокращения государственного долга и накопления сбережений в Национальном нефтяном фонде (НФРК), размеры которого к концу 2008 года достигли 27,5 миллиардов долларов США (вставка П.2). На пике роста цен на нефть в 2006–2007 годах в НФРК было направлено приблизительно 60 процентов нефтяных доходов. Это было важным достижением, которое показало способность официальных органов поддерживать бюджетную дисциплину даже в отсутствие формальных налогово-бюджетных правил.

Вставка П.2. Национальный фонд республики Казахстан

Назначение, размеры и состав. Национальный фонд республики Казахстан (НФРК) был создан в 2000 году. Его назначение состоит в том, чтобы уменьшить воздействие, оказываемое на экономику изменчивостью цен на нефть, и служить средством сбережения части нефтяных доходов Казахстана в пользу будущих поколений. НФРК представляет собой внебюджетный фонд, управляемый НБК от имени правительства. Все активы НФРК инвестируются за границей. На конец марта 2010 года 56 процентов активов НФРК было выражено в долларах США, 26 процентов — в евро, а остаток был разбит на активы, выраженные в фунтах стерлингов (7 процентов), японских йенах (7 процентов) и австралийских долларах (4 процента).

Источники средств. Основным источником средств для формирования активов НФРК являются прямые налоги, собираемые в нефтяном секторе (за исключением налогов, идущих в местные бюджеты). К их числу относятся налог на прибыль предприятий, отчисления за пользование ресурсами недр, доля прибыли, установленная соглашениями о разделе продукции, и рентный налог на экспортируемые сырую нефть и газовый конденсат. Доходы от приватизации государственной собственности в добывающей и обрабатывающей отраслях промышленности, а также доходы от продажи сельскохозяйственных земель также поступают в фонд.

Использование средств. Закон о республиканском бюджете каждый год устанавливает гарантированный размер отчислений НФРК. Этот трансферт предназначен для финансирования расходов в рамках программ бюджета развития. Новая концепция НФРК, принятая в начале 2010 года, устанавливает ограничения на годовые гарантированные перечисления в размере 8 миллиардов долларов США (эта сумма рассчитана как средняя из фактических перечислений за последние 5 лет, выраженных в долларах США) и минимальные остатки НФРК на уровне 20 процентов прогнозируемого ВВП в конце соответствующего бюджетного года (гарантированные годовые перечисления должны быть сокращены в случае, если остаток оказывается ниже требуемого минимума).

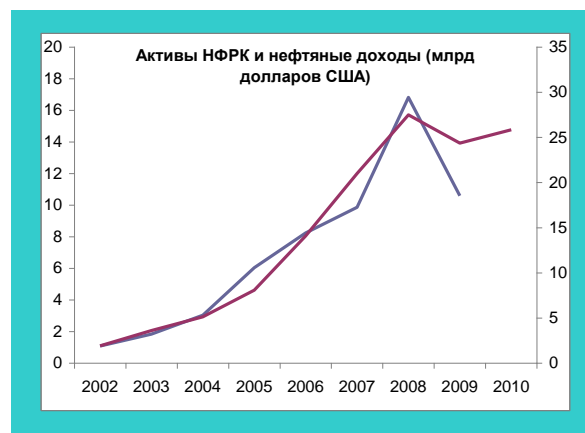
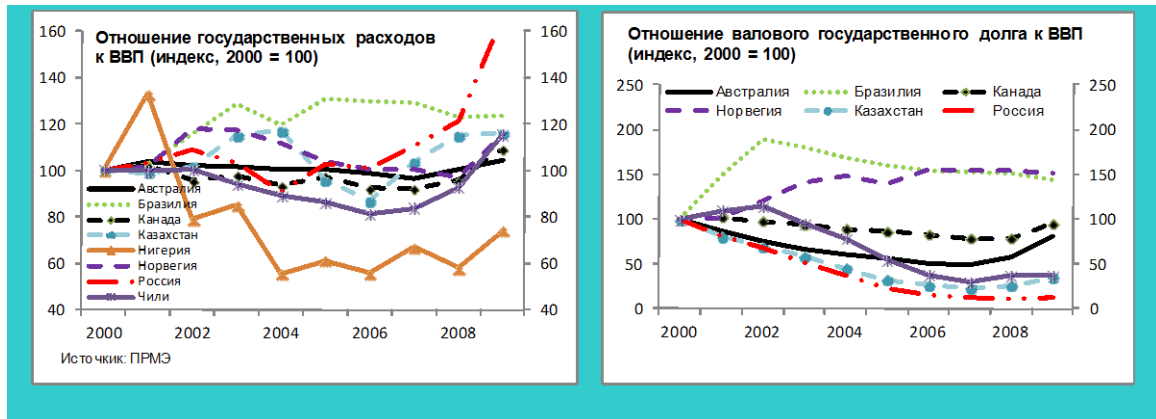


Рисунок П.3. Государственные расходы и государственный долг в странах, производящих биржевые товары



14. **Антикризисные расходы и иные меры, принятые в 2008–2009 годах, привели к ухудшению бюджетной позиции.** Даже в условиях резкого падения государственных доходов, официальные органы позволили действовать автоматическим стабилизаторам. Кроме того, было произведено снижение налогов в недобывающих секторах, а государственные расходы (в том числе на пенсии, зарплату государственных служащих и социальные пособия) были значительно повышены. Это широкомасштабное стимулирование экономики было целесообразным и своевременным и позволило сдержать экономический спад. По оценкам персонала МВФ, совокупный бюджетный стимул сектора государственного управления в 2008–2009 годах, составил примерно 4,5 процента ВВП. Однако если принять в расчет внебюджетные расходы, то данный показатель возрастет приблизительно до 7,5 процента ВВП⁵. Этот мощный стимул значительно превысил аналогичную величину, наблюдавшуюся в среднем в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в 2008–2009 годах (рисунок П.4). Он привел к ухудшению бюджетной позиции сектора государственного управления и чистых финансовых активов государственной компании по развитию «Самрук-Казына». В 2009 году общее сальдо бюджета стало отрицательным, а нефтегазовый дефицит бюджета превысил 11 процентов ВВП. Ожидается, что в 2010 году этот показатель возрастет еще больше, хотя если учесть внебюджетные расходы, то направленность налогово-бюджетной политики немного улучшится, отражая оживление экономики. Оцениваемое структурное сальдо превратилось из профицита в 3,5 процента ВВП в 2007 году в дефицит в 4 процента ВВП в 2009 и 2010 годах.

15. **Теперь необходимо добиться установления тенденции к снижению дефицита бюджета, чтобы обеспечить макроэкономическую стабильность и поддерживать здоровую структуру долга.** Сохранение текущего уровня дефицита

⁵ Некоторые внебюджетные антикризисные расходы (такие как увеличение государственных вкладов в банковской системе) были исключены из расчетов бюджетного стимула.

бюджета может привести либо к истощению нефтяных сбережений, либо к быстрому росту государственного долга. Поэтому необходима существенная бюджетная консолидация, чтобы восстановить докризисную бюджетную позицию. В следующем разделе оценивается величина требуемой бюджетной корректировки и приводится утверждение, что использование формального налогового-бюджетного правила могло бы быть полезным инструментом в среднесрочной перспективе, чтобы поддержать доверие к официальным органам и укрепить их приверженность бюджетной устойчивости.

D. Какое налогово-бюджетное правило можно принять в Казахстане?

16. **Учитывая структуру экономики Казахстана, решение о том, какую часть нефтяных доходов расходовать, должно быть краеугольным камнем любой налогово-бюджетной системы.** На долю нефти приходится почти четверть ВВП, 60 процентов общего экспорта и 40 процентов общих государственных доходов. Поэтому принятие решения о том, что делать с нефтяными доходами, имеет крайне большое значение для страны. Учитывая нынешний низкий уровень государственного долга, его сокращение не является первоочередной задачей налогово-бюджетной политики. Вместо этого официальные органы приняли разумное решение откладывать существенную часть нефтяных доходов в Национальный нефтяной фонд, преследуя при этом несколько целей: способствовать достижению справедливости в распределении национального богатства между поколениями, откладывая часть нефтяного богатства для будущих поколений; ограничить повышательное давление на реальный обменный курс, а также стабилизировать финансовые потоки и обеспечить амортизацию шоков⁶. Сбереженные нефтяные доходы также могут использоваться в целях развития, если это осуществляется с помощью инвестиций в производство, которые без потери стоимости превращают нефтяное богатство в иные формы богатства⁷.

17. **Для расчета суммы, которая может быть направлена на государственные расходы, можно использовать прогнозируемый поток нефтяных доходов.** На основе прогнозного потока доходов можно вычислить их совокупную приведенную стоимость. Затем можно использовать эквивалент этой приведенной стоимости в форме постоянной ренты для оценки той суммы, которая может ежегодно расходоваться, сохраняя, таким образом, нефтяное богатство для будущих поколений.

⁶ В работе Van der Ploeg and Poelhekke, 2008, отмечается, что изменчивость является самой характерной особенностью «проклятия ресурсами».

⁷ В работе Collier and others, 2009, утверждается, что испытывающие недостаток капитала развивающиеся страны должны сделать своим приоритетом внутренние инвестиции, а не сглаживание потребления, рекомендуемое гипотезой перманентного дохода.

18. Предполагается, что динамика нефтедобычи и цен на нефть будет соответствовать прогнозам официальных органов и персонала МВФ.

Предполагается, что добыча нефти будет расти в соответствии со среднесрочными прогнозами официальных органов, достигнув примерно 120 миллионов тонн в год (что соответствует 2,5 миллиона баррелей в день) к 2016–2017 годам, когда ожидается начало полномасштабной добычи нефти в Кашаганском месторождении в Каспийском море. Предполагается, что после этого добыча останется неизменной до 2040 года, когда она начнет постепенно снижаться на 1 процент в год. Были рассмотрены два сценария развития для цены на нефть. Сценарий «высокой цены» допускает, что цена на нефть достигнет в 2015 году 90 долларов США за баррель (что несколько выше, чем текущие прогнозы ПРМЭ), а затем будет оставаться неизменной в реальном выражении до конца прогнозного периода. Сценарий «низкой цены» предполагает, что в 2010 году цена на нефть упадет до 60 долларов США за баррель (для сравнения, согласно прогнозам ПРМЭ, она составит 75 долларов США за баррель), а затем будет оставаться на этом же уровне в реальном выражении. Все расчеты были произведены в постоянных долларах США по состоянию на 2009 год для обеспечения сопоставимости результатов с текущими показателями.

19. Результаты расчетов показывают, что в среднесрочной перспективе возможно ежегодное расходование нефтяных доходов в размере 10-11 миллиардов долларов США в неизменных ценах 2009 года.

Была рассчитана текущая стоимость будущих нефтяных доходов в 2010–2050 и 2010–2075 годах. Расширение горизонта планирования на период после 2075 года не приводит к каким-либо существенным отличиям в текущей стоимости. Были использованы следующие реальные коэффициенты дисконтирования: 3, 4 и 5 процентов. Результаты приведены в таблице II.1.

Таблица II.1. Устойчивые государственные расходы: эквивалент нефтяных доходов в виде бессрочной ренты

	Сценарий «высокой цены» (в млрд долл. США 2009 года)			Сценарий «низкой цены» (в млрд долл. США 2009 года)		
	Коэффициент дисконтирования			Коэффициент дисконтирования		
	3 процента	4 процента	5 процентов	3 процента	4 процента	5 процентов
Горизонт: 2050	11,2	12,7	13,6	9,0	10,2	10,9
Горизонт: 2075	13,2	14,3	14,9	10,6	11,5	11,9

20. Текущее годовое расходование нефтяных доходов может быть установлено на уровне не более 10–11 миллиардов долларов США, чтобы обеспечить одинаковые темпы роста данного показателя и ВВП.

Прогнозируется, что в среднесрочной перспективе темпы роста реального ВВП составят 4–6 процентов, поэтому первоначальное установление суммы годовых расходов на относительно низком уровне позволило бы им расти одинаковыми

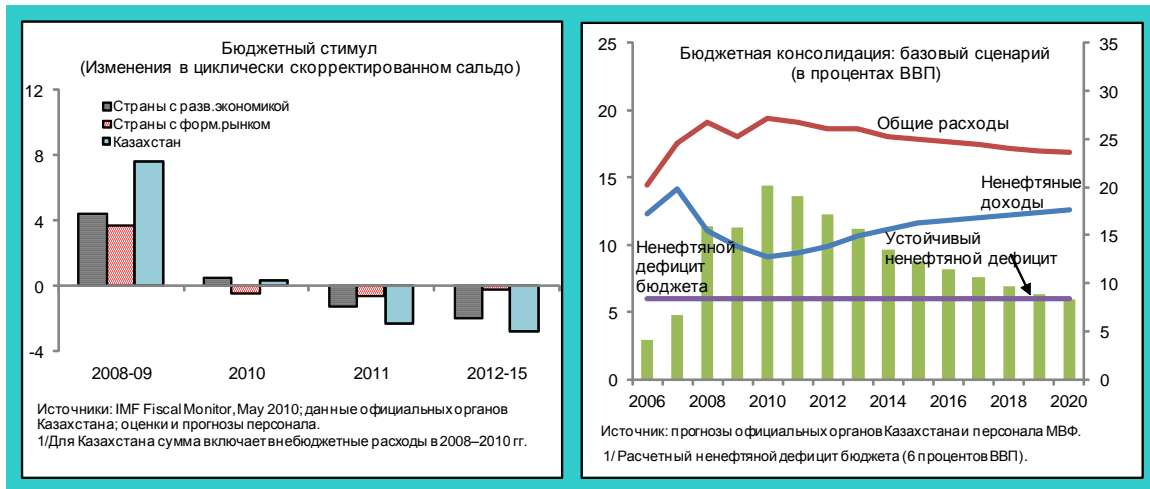
темпами с экономикой. Установленное в новой концепции НФРК верхнее ограничение в размере 8 миллиардов долларов США в год может стать хорошей отправной точкой в 2010 году, однако в последующие годы можно повысить этот показатель, учитывая рост ВВП. По оценкам персонала МВФ, это позволило бы сохранить постоянную долю государственных расходов в ВВП и довести их совокупную величину до 10–11 миллиардов долларов США в год в следующем десятилетии.

21. Предлагаемое верхнее ограничение на расходование нефтяных доходов было бы целесообразно дополнить числовым целевым показателем нефтегазового сальдо бюджета. Рассмотренная выше часть нефтяных доходов, которая может расходоваться, соответствует 6–7 процентам ВВП. Установление этой величины в качестве явного верхнего ограничения на нефтегазовый дефицит бюджета (что предполагает нулевое сальдо общего бюджета) позволило бы создать четкую и прозрачную налогово-бюджетную систему, которая бы обеспечила устойчивость государственных финансов в средне- и долгосрочной перспективе⁸. Такой уровень нефтегазового дефицита бюджета выше, чем уровень 2007 года, когда общий нефтегазовый дефицит бюджета составил менее 5 процентов ВВП. Однако, как было упомянуто выше, текущий уровень нефтегазового дефицита бюджета существенно выше предлагаемого целевого показателя (в 2009 году — 11 процентов ВВП, а в 2010 году, как ожидается, достигнет уровня 14 процентов). Поэтому целевой показатель дефицита бюджета должен быть дополнен четким и прозрачным среднесрочным планом, отражающим состав необходимой бюджетной корректировки.

22. В случае Казахстана ориентация на нефтегазовое сальдо бюджета было бы предпочтительнее, чем использование иных возможных налогово-бюджетных целевых показателей. Учитывая текущий низкий уровень государственного долга, любое правило, основанное на показателях задолженности, было бы нецелесообразно, так как оно либо никак не будет сдерживать, либо будет ограничивать государственный долг на неразумно низком уровне.

⁸ Данный целевой показатель представляется более реалистичным, чем установленный в новой концепции НФРК целевой показатель, требующий достижения к 2010 году нефтегазового дефицита бюджета на уровне 3 процентов ВВП. В данной концепции не устанавливаются никакие промежуточные целевые показатели дефицита нефтегазового бюджета, в ней также не указываются масштабы и состав бюджетной корректировки, необходимой для достижения этого целевого показателя.

Рисунок П.4. Бюджетный стимул и бюджетная консолидация



Простое правило, основанное на нефтегазовом сальдо бюджета, также было бы предпочтительнее целевого показателя структурного сальдо (аналогичного целевому показателю, установленного в Чили, — см. вставку П.1). Главная причина этого заключается в том, что налогово-бюджетное правило, основанное на структурном сальдо, сложнее и зависит от точных расчетов структурного сальдо, что может подрывать доверие к правилу в глазах общественности. Кроме того, выбор надлежащего долгосрочного уровня цены на нефть (как было сделано для цен на медь и молибден в случае Чили) сложен и может привести к частым пересмотрам правила, что также будет подрывать доверие к нему.

23. Момент введения налогово-бюджетного правила должен быть тщательно продуман. Как было отмечено выше, эмпирические исследования указывают на то, что налогово-бюджетные правила могут способствовать успеху бюджетной консолидации. С другой стороны, доверие является ключевым фактором успеха любого правила, и поэтому некоторая предварительная бюджетная консолидация повысила бы доверие к принятию правила. Многие страны приняли решение принять правило, чтобы закрепить успехи, достигнутые в сфере бюджетной корректировки. Учитывая разрыв между текущей бюджетной позицией и ее желательным состоянием, возможно, было бы разумно сначала ввести в действие четкий и заслуживающий доверия среднесрочный план консолидации и дождаться одного-двух лет его успешной реализации.

24. Представление рекомендаций о точном составе требуемой бюджетной консолидации выходит за рамки настоящей главы. Тем не менее, учитывая необходимость диверсификации экономики, основное направление консолидационных усилий, скорее всего, коснется расходной части бюджета. Некоторое сокращение расходов произойдет естественным образом, когда будут прекращены временные антикризисные расходы. Следующим естественным шагом будет расстановка приоритетов текущих государственных расходов, целью которой

является предоставление гарантии того, что качество государственных расходов согласуется с целями экономического роста. Возможным стратегическим ориентиром было бы замораживание реальных государственных расходов на душу населения в среднесрочной перспективе. В случае если эти меры в сфере расходов окажутся недостаточными для достижения долгосрочных целей, можно будет также использовать меры в области доходов. К числу возможных мер в этой сфере относятся: 1) укрепление налогов с широкой и относительно неподвижной базой, таких как НДС; 2) повышение снижающих внешние эффекты налогов, например, на алкоголь, табак, топливо, имущество; 3) укрепление налоговой дисциплины. Обсуждения, проведенные с официальными органами, наводят на мысль о том, что налоговые поступления можно было бы повысить, усиливая систему взыскания налогов и сокращая случаи уклонения от уплаты налогов. На рисунке П.4 показан примерный сценарий бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе, при котором главные меры касаются расходной части бюджета.

25. Необходимо будет решить ряд дополнительных технических вопросов, если официальные органы примут решение использовать явный целевой показатель дефицита бюджета. Большое значение будут иметь процедурные вопросы, такие как необходимость определить заранее объявляемую последовательность шагов, которые необходимо будет предпринять в случае отклонения от целевого показателя (в том числе различные санкции), а также, возможно, потребность в независимом фискальном агентстве. Решения о временном графике реализации также имеют большое значение. В случае Казахстана крайне важно гарантировать, чтобы налогово-бюджетное правило (независимо от выбранного целевого показателя) распространялось на консолидированный налогово-бюджетный сектор, включающий в себя все внебюджетные операции государственных компаний. Эти и другие технические вопросы могут быть решены при технической поддержке со стороны МВФ, если она будет запрошена официальными органами.

ЛИТЕРАТУРА

- Barnett, S., and R. Ossowski, 2003, "Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries," in J.M. Davis, R. Ossowski, and A. Fedelino (Eds.): *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, International Monetary Fund (Washington DC: International Monetary Fund).
- Collier, P., F. van der Ploeg, M. Spence, and A.J. Vanables, 2009, "Managing Resource Revenues in Developing Economies," OxCarre Research Paper 15, May 2009.
- Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals, and M.S. Kumar, 2008, "Tied to the Mast? National Fiscal Rules in the European Union," *Economic Policy*, April 2008, pp. 299-362.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel, and C. André, 2007, "What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences," OECD Economics Department Working Paper No. 553.
- International Monetary Fund, 2009, "Fiscal Rules: Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances," *IMF Policy Paper*, December 16, 2009.
- International Monetary Fund, 2010, "IMF Fiscal Monitor: Fiscal Challenges Beyond the Crisis," May 2010.
- Van der Ploeg, F., and S. Poelhekke, 2008, "Volatility and the Natural Resource Curse," OxCarre Research Paper No. 2008-03.

III. РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В КАЗАХСТАНЕ¹

Казахстан имеет все возможности опереться на существующие кредитные организации, чтобы обеспечить формирование более глубоких и развитых внутренних финансовых рынков. Развитие в этом направлении будет стимулировать посредничество на основе тенге и мобилизацию внутренних сбережений, а также способствовать снижению долларизации и связанных с нею балансовых рисков. В этом отношении значительную роль играют официальные органы, поскольку развитие рынка капитала тесно связано со стабильностью среднесрочных бюджетных основ, с поддерживающей денежно-кредитной и курсовой политикой, а также с проведением общей реформы финансового сектора. Кроме того, с учетом ограниченности частной инициативы на ключевых рынках — в частности, на форвардном рынке иностранной валюты — официальным органам, возможно, потребуется взять на себя непосредственные, но временные и строго определенные функции в области организации и поддержания функционирования рынка.

А. Введение

- 1. Продолжающийся кризис выявил значительные пробелы и недостатки в структуре банковского сектора.** В частности, структура финансирования банков с сильной зависимостью от внешних заимствований оказалась весьма уязвимой. Это привело к высокой долларизации пассивов банков, которые, несмотря на падение, оставались повышенными вследствие недостаточной надежности политики, эффектов запаздывания и сохранившихся ограничений на внутренних финансовых рынках. В условиях недостатков регулирования банки извлекали значительную выгоду из замены прямого валютного риска на соответствующий кредитный риск путем предоставления кредитов в иностранной валюте нехеджированным корпорациям и домашним хозяйствам. Полученные несоответствия в балансах корпораций и домашних хозяйств в конечном счете оказались неприемлемыми и стали очевидны, когда финансовая система неожиданно столкнулась с остановкой притока иностранного капитала, обесценением национальной валюты и экономическим спадом.
- 2. В период после кризиса макроэкономическая и финансовая политика должна быть направлена на укрепление доверия к тенге.** Внутренние сбережения должны заменить иностранные заимствования для минимизации рисков резких циклических подъемов/спадов и укрепления основы банковской системы. Вместе с тем для устранения рисков, связанных с валютными несоответствиями, необходимо усовершенствовать нормативно-законодательные

¹ Подготовили Али Аль-Эйд (БЦД) и Нил Сэйкер (ДДК).

и макропруденциальные основы. Центральную роль в данном процессе играет развитие более глубоких и более ликвидных внутренних финансовых рынков, включая форвардный валютный рынок. Чтобы достичь этого, стимулы, используемые на финансовых рынках, должны быть надлежащим образом согласованы с доступными инструментами для обеспечения содействия плавному выравниванию внутренних балансов.

3. В перспективе официальные органы могут сыграть свою роль в развитии хорошо функционирующих внутренних финансовых рынков.

В частности, развитие рынка капитала тесно связано со стабильной среднесрочной налогово-бюджетной основой (сосредоточенной на разумном сбережении будущих прибылей от продажи нефти), денежно-кредитной и курсовой политикой, направленной на сдерживание инфляции и повышение гибкости обменного курса, а также с полным реформированием финансового сектора. Этот комплекс политических мер будет способствовать постепенному снижению уровня долларизации и связанных с ней балансовых рисков, повышая устойчивость финансовой системы к будущим внешним шокам.

4. После внедрения разумной политики необходимо усовершенствовать рыночную инфраструктуру, с тем чтобы обеспечить становление национальной валюты и развитие форвардных валютных рынков. С этой целью Национальный банк Казахстана может рассмотреть возможность непосредственного, но временного и строго определенного вмешательства в рыночную деятельность, что уже было успешно опробовано другими странами с формирующейся рыночной экономикой². Хотя развитие внутреннего финансового рынка займет некоторое время и потребует всеобъемлющего и скоординированного подхода для постепенного наращивания объемов, данный момент представляется подходящим для запуска этого процесса, если принять во внимание стечение положительных факторов, включая рост мировых цен на биржевые товары и благоприятные ожидания, связанные с обменным курсом.

В. Уязвимые места в структуре банковских балансов

Долларизация пассивов, валютные несоответствия и кредитный риск

Низкая и долларизованная депозитная база

5. Депозитная база Казахстана гораздо ниже, чем можно было бы ожидать при его уровне развития экономики. Рисунок III.1 показывает, что в 2008 году

² Например, Банк Израиля успешно выпустил опционы по иностранной валюте непосредственно на рынок, чтобы стимулировать использование этого вида инструментов, а Национальный банк Польши выступал в качестве единственного участника рынка иностранной валюты на межбанковском рынке до развития форвардного рынка, поддерживая дальнейшее развитие прочих производных инструментов и инструментов хеджирования в иностранной валюте.

депозиты как в национальной, так и в иностранной валюте составляли примерно 30 процентов ВВП, что немного меньше по сравнению с 2007 годом, несмотря на отмеченное увеличение ВВП на душу населения. На этом фоне высокие темпы экономического роста в середине десятилетия спровоцировали резкий рост заимствований; это привело к тому, что в 2007 году отношение кредитов к ВВП достигло максимума почти в 60 процентов ВВП, лишь немного превысив показатель, которого можно было ожидать при существующем уровне доходов, перед снижением вследствие кризиса в 2008 году.

6. Низкая внутренняя депозитная база более очевидна в разбивке по валюте. Когда в 2007 году разразился кризис, депозиты в иностранной валюте составляли приблизительно 20 процентов ВВП, что примерно вдвое превышало сумму депозитов, выраженных в тенге. Несмотря на ряд факторов, таких как инфляция или недостаток эффективности денежно-кредитной политики, сочетание относительно небольшой депозитной базы и значительной долларизации депозитов может быть интерпретировано как недостаток доверия к тенге в годы, предшествовавшие кризису.

Высокая зависимость от внешнего финансирования

7. На протяжении 2002–2007 годов банки могли поддерживать быстрый рост своих балансов посредством высокого уровня внешних заимствований. Внешний долг банковского сектора увеличился приблизительно с 6 процентов ВВП в 2002 году примерно до 44 процентов в 2007 году (почти 45 миллиардов долларов США), чему способствовали высокие темпы экономического роста и расширение нефтяного сектора. В течение этого периода значение коэффициента отношения кредитов к депозитам выросло почти в два раза, достигнув в 2007 году максимума более чем в 200 процентов; это было одно из самых высоких значений среди сопоставимых стран. Ограниченность депозитов (в тенге), так же как и недостаточная ликвидность тенге, побудили банки воспользоваться дешевым иностранным капиталом, который был направлен в основном в рискованные секторы и на заемщиков без доходных потоков в иностранной валюте.

Рисунок III.1. Низкая и долларизованная депозитная база привела к ограничению посреднических операций на основе тенге

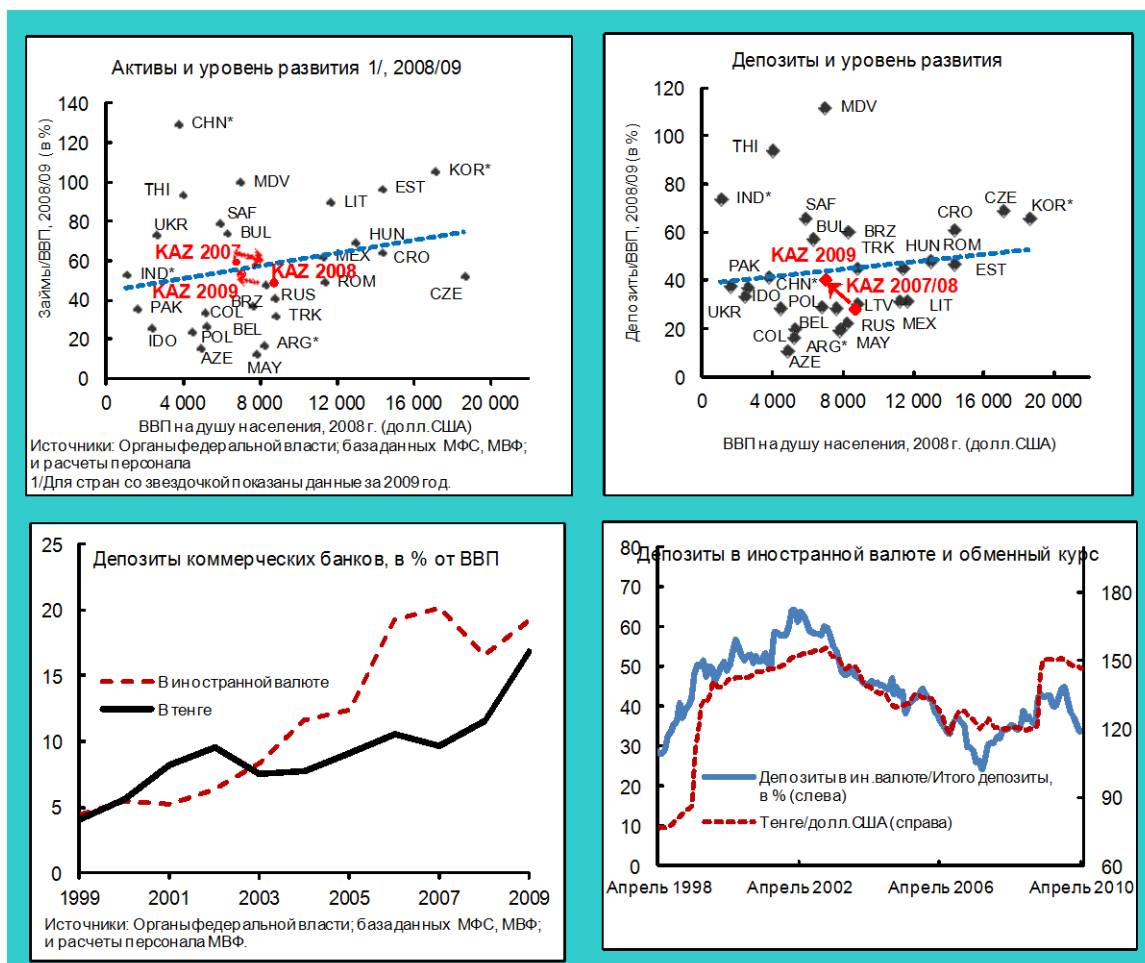
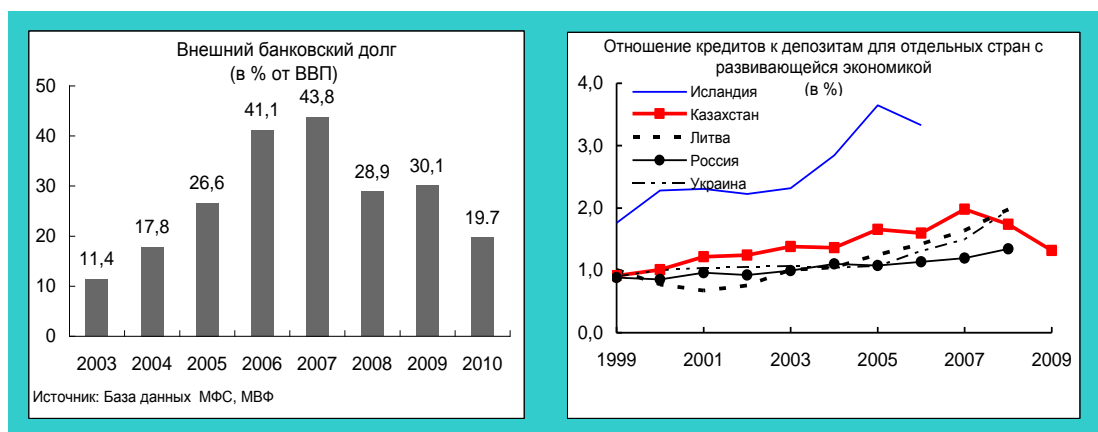


Рисунок III.2. Высокая зависимость от внешнего финансирования способствовала достижению избыточного уровня кредитования



Превращение валютного риска в кредитный

8. **Пруденциальные нормы в отношении лимитов на открытые валютные позиции побудили банки создавать балансирующие позиции к своим обязательствам за счет кредитов в иностранной валюте, что привело к укоренению долларизации кредитов.** Это усугублялось ограниченностью механизмов хеджирования валютных рисков. Банки имеют относительно небольшие позиции относительно экономических секторов, генерирующих доходы в иностранной валюте, особенно нефтяного, газового и прочих секторов полезных ископаемых, которые в основном действуют на основе самофинансирования, получают прямые иностранные инвестиции или привлекают займы непосредственно на мировых рынках капитала. Поскольку значительная часть банковских кредитов пришлась на нехеджированных заемщиков в таких секторах, как строительство, недвижимость и розничная торговля, в конечном счете, валютный риск банков трансформировался в кредитный, следствием чего стал быстрый рост необслуживаемых кредитов с начала кризиса³.

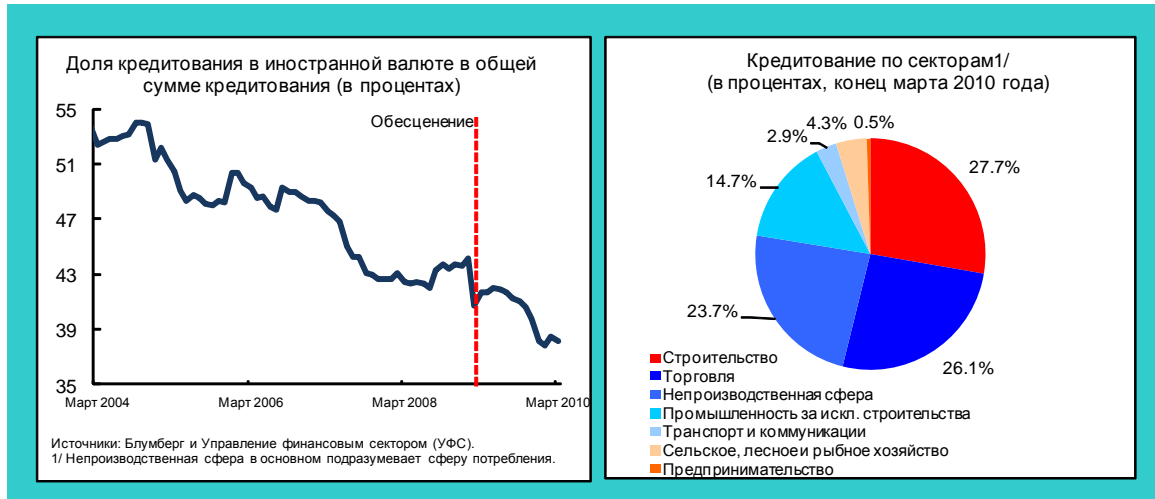
Средства устранения уязвимых мест банковского сектора

9. **Существует четко выраженная потребность в восстановлении доверия к финансовой системе и устранении поддержки со стороны государства.** Более стабильная и жизнеспособная финансовая система должна в значительной степени основываться на частных внутренних сбережениях, а не на внешнем заимствовании или ресурсах государственного сектора; также она может характеризоваться большим участием иностранного капитала. Решающее значение имеют действия Агентства финансового надзора (АФН), направленные на усиление регулирования, принятие корректирующих мер, обеспечение тщательного мониторинга внешних заимствований и повышение внимания к эффективному корпоративному управлению.

10. **Углубление внутренних рынков усилит роль надежной макроэкономической политики и регулирования в содействии росту кредитования в национальной валюте.** Углубление внутренних финансовых рынков также будет способствовать диверсификации рисков и развитию инструментов хеджирования.

³ В условиях отсутствия соответствующих инструментов для хеджирования валютных рисков пруденциальные нормы, требующие от банков согласования своих валютных пассивов и активов, могут стимулировать долларизацию кредитов (см. работы Calvo (2001, 2002) и Luca and Petrova (2008)).

Рис. III.3. Высокий уровень валютных кредитов сосредоточен в нехеджированных секторах



С. Развитие внутренних финансовых рынков

11. **В Казахстане создана большая часть условий, необходимых для развития более широких и емких внутренних рынков⁴.** Таким образом, в настоящее время особое внимание в стратегической сфере следует уделить: 1) увеличению активности и емкости рынка; 2) расширению инвестиционного участия; 3) росту видов обращающихся инструментов. Этот процесс должен начаться с углубления и дальнейшего развития внутреннего валютного рынка и рынка облигаций, в частности, с введения органами государственного управления критериев кривой доходности. Здесь есть возможность использовать кредиты имеющихся институтов, включая систему пенсионных фондов и Казахстанскую фондовую биржу (KASE), а также существующие стратегические цели, которые подробно описаны в Плане развития Казахстана до 2020 года. По мере развития рынков, основанных на тенге, средства поощрения инноваций в частном секторе должны стимулировать развитие рынка производных финансовых инструментов (форвардов, фьючерсов, свопов, опционов), создавая более сбалансированную финансовую инфраструктуру и дополнительные альтернативы для диверсификации риска.

⁴ Подробное обсуждение реформ рыночного развития «первого и второго поколения» см. в работах Dowers et al. (2003) и Carmichael and Pomerleano (2002). В целом первые относятся к основам рыночного развития (ключевые нормативные, правовые и инфраструктурные основы), тогда как вторые направлены на повышение активности рынка, ликвидности и расширение спектра обращающихся инструментов. С учетом существования в Казахстане основ рынка особое внимание в стратегическом отношении следует уделять продвижению реформ «второго поколения» при дальнейшем совершенствовании нормативно-правовой базы.

Денежный рынок и рынок облигаций

12. **Емкий и ликвидный денежный рынок, как правило, служит основой для развития устойчивого рынка облигаций (как государственных, так и корпоративных) и рынка производных финансовых инструментов.** Денежный рынок Казахстана относительно вял и неразвит, что побуждает банки использовать для выравнивания ликвидности валютный рынок⁵. В рамках четкого и согласованного набора руководящих принципов достижения ликвидности и управления государственным долгом можно произвести расширение доступных инструментов и продление сроков погашения. Это должно сопровождаться использованием четко определенной и полностью рыночной структуры процентных ставок. Еще одной важной реформой должно стать принятие программы выпуска государственных облигаций, которая подразумевала бы менее частые, но более крупные торги стандартными долгосрочными ценными бумагами. Программа выпуска должна устанавливаться заранее, на достаточный период времени и быть прозрачной для рынка⁶.

13. **Решающее значение здесь имеет координация действий по управлению ликвидностью между государственными органами и НБК.** Органам государственного управления необходимо продолжить увеличение своей доли внутренних ценных бумаг на рынке, по мере того как НБК будет сокращать свое прямое присутствие и обеспечивать укрепление своей политики посредством использования косвенных инструментов⁷. Это позволит НБК адекватно передавать сигналы рынку, с тем чтобы межбанковские и депозитные/ссудные процентные ставки более эффективно реагировали на уровень ставок рефинансирования НБК.

Потребности налогово-бюджетной политики, связанные с антикризисными мерами, способствовали росту среднесрочного рынка ценных бумаг, выпущенных Министерством финансов (Минфином). В период после кризиса пенсионные фонды были вынуждены хранить по меньшей мере 30 процентов своих портфелей в официальных внутренних ценных бумагах. Как и в случае с Чили, пенсионная система Казахстана может обеспечить более прочную основу для повышения ликвидности национальной валюты путем увеличения участия

⁵ См. World Bank (2009).

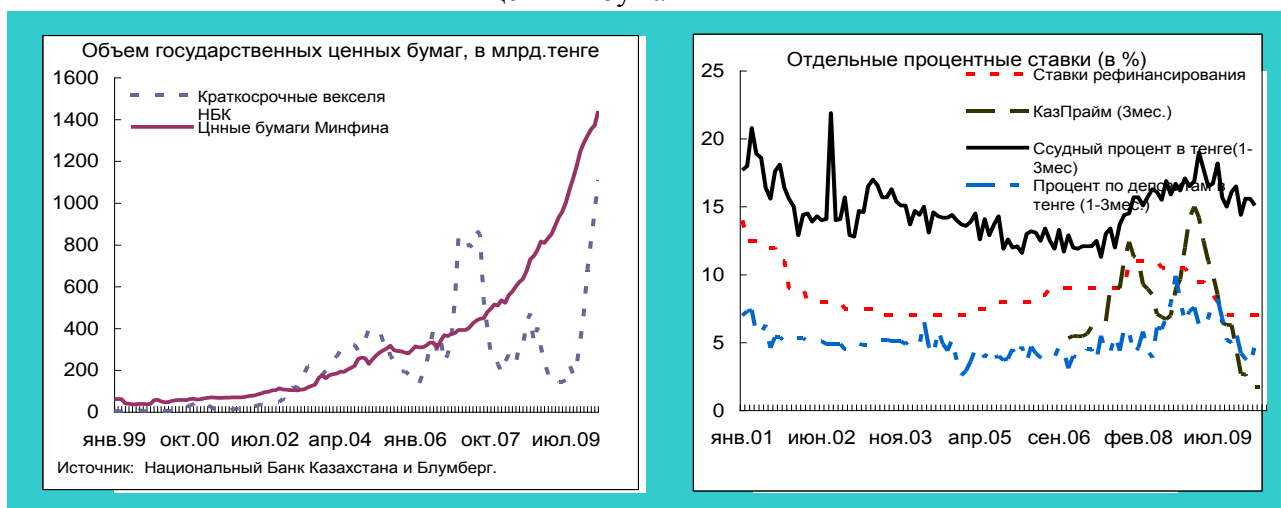
⁶ Анализ, проведенный МВФ для Казахстана в 2008 году в рамках ФСАП, показывает, что кривая доходности, формирующаяся на внутреннем рынке, должна быть продолжительностью не менее 7–10 лет.

⁷ В данном случае органы государственного управления должны обеспечить ясность относительно того, станут ли государственные ценные бумаги основным инструментом управления ликвидностью.

институтов⁸. Тем не менее объемы торговли ценными бумагами Минфина остаются относительно низкими, и прослеживается преобладание тенденции к коротким срокам, что подчеркивает потребность в повышении динамики первичного рынка. Этот недостаток активности вторичного рынка отражается на рынке корпоративных облигаций, на котором продолжают доминировать эмитенты финансового сектора. Действительно, нефинансовый корпоративный сектор остается мелким игроком и в среднесрочной перспективе может извлекать пользу из более эффективного регулирования — включая усиленное корпоративное управление — и прочной основы для определения кредитных рейтингов и оценок.

14. Более емкий и ликвидный внутренний рынок облигаций обеспечит экономике ряд преимуществ. Они включают в себя четко определенные критерии кривой доходности, быстрые источники внутреннего финансирования и расширение путей для передачи воздействия денежно-кредитной политики.

Рисунок III.4. Существует возможность координации выпуска государственных ценных бумаг



роме того, увеличение возможности выбора ценных бумаг, выраженных в тенге, может способствовать снижению степени долларизации, поскольку эти инструменты будут содействовать дополнительному кредитованию в тенге и обеспечивать гибкие инвестиции, альтернативные долларовым депозитным счетам.

15. В перспективе среднесрочные цели органов государственного управления естественным образом обеспечат должное внимание развитию альтернативных (внутренних) источников финансирования. В частности,

⁸ Основные реформы пенсионной системы были проведены в Чили в начале 1980-х годов; они были направлены на постепенное увеличение инвестиционной активности на рынке как внутренних, так и внешних активов.

планируемое развитие среднесрочной налогово-бюджетной стратегии, направленной на разумное сбережение доходов от торговли нефтью, должно ознаменоваться сдвигом к ориентированному на рынок финансированию государственных операций. Это потребует усилий по углублению и расширению рынков, выраженных в тенге, причем данные действия также могут быть поддержаны международными финансовыми учреждениями: Азиатский банк развития уже выпустил облигации, выраженные в тенге; кроме того, существуют другие подобные планы, о которых говорится в отчетах Европейского банка реконструкции и развития⁹.

Рынок производных инструментов

16. Развитие рынка производных инструментов представляет собой часть всеобъемлющей среднесрочной программы реформирования финансового сектора. Производные финансовые инструменты в различных формах, включая инструменты с фиксированным доходом и в иностранной валюте, обеспечивают возможности хеджирования и выявления цен, что способствует повышению ликвидности и прозрачности на основных рынках. Это оказывает конкретное влияние на передачу воздействия денежно-кредитной политики и издержки государственного финансирования¹⁰. Опыт других стран свидетельствуют, что рынки производных финансовых инструментов должны опираться на хорошо функционирующий внутренний валютный рынок и рынок облигаций и что они должны быть установлены в рамках действующих нормативной, правовой и налоговой основ.

17. Основным рынком, который может подойти для развития операций с производными финансовыми инструментами, является валютный рынок. Главными факторами для рассмотрения должны стать изменчивость, размер рынка и общая структура¹¹. В частности, высокая степень двустороннего воздействия представляет собой ключевую предпосылку для успешного повышения активности операций с производными инструментами, поскольку она стимулирует спрос на эффективные методы управления риском. Приверженность официальных органов к увеличению гибкости обменного курса и вытекающее из этого развитие внутреннего рынка могут упростить выполнение данной задачи. Конечно, это

⁹ В 2007 году, пытаясь поддержать рынок облигаций в национальной валюте, АЗБР выпустил на Люксембургской фондовой бирже облигации, выраженные в тенге, на сумму в 50 миллионов долларов США (6 миллиардов тенге). АЗБР был первым наднациональным эмитентом облигаций, выраженных в тенге.

¹⁰ Описание опыта стран с формирующейся рыночной экономикой, включая опыт Бразилии, экспортера биржевых товаров, см. в работах Corcoran et al., 2003, и Otker-Robe et al., 2007.

¹¹ Подробное обсуждение характеристик основных рынков производных финансовых инструментов см. в работе Corcoran et al., 2003.

должно сопровождаться наличием альтернативного номинального «якоря» и должной стратегией интервенций¹².

18. Основные вопросы — помимо потребности в повышении гибкости обменного курса — касаются того, как пробудить активность производственного частного сектора и какие типы инструментов следует для этого применять. Центральные банки Израиля, Чили и Польши в числе прочих сыграли деятельную роль в обеспечении активности рынка производных финансовых инструментов в иностранной валюте¹³. Однако здесь очень важно отметить, что эти действия были направлены на стимулирование развития рынка, а не представляли собой прямые политические меры по устранению валютных диспропорций в балансах внутреннего корпоративного сектора и сектора домашних хозяйств. Хотя в литературе подробно описываются преимущества хеджирования валютного курса, включая часто следующее за этим снижение долларизации кредитов, они, как правило, представляют собой положительный побочный результат скоординированной макропруденциальной политики и развития внутреннего финансового рынка¹⁴.

19. Наиболее подходящая отправная точка — развитие традиционного рынка прямых форвардных операций. Это особенно верно в условиях недостатка рыночных инициатив, что, вероятно, является результатом длительного воздействия режима жесткого регулирования или фиксированного обменного курса. Форвардные операции совершаются на межбанковском рынке и обычно не требуют затрат на авансовое внесение гарантийных депозитов или значительных объемов, что способствует проведению сделок по сравнению с другими, более сложными операциями, развитие которых часто происходит со временем.

20. Ориентируясь на опыт вышеупомянутых стран, НБК мог бы принять непосредственное участие в развитии и функционировании форвардных валютных рынков на начальной стадии. С учетом того что Казахстан «надолго обеспечен долларами США» благодаря доходам от продажи нефти и биржевых товаров, НБК (или «Самрук-Казына», или НБК при финансировании от «Самрук-Казына») может надлежащим образом стимулировать повышение активности рынка форвардов в иностранной валюте. НБК мог бы выступить в качестве брокера между сторонами в форвардных операциях или в качестве оператора, действующего через коммерческий банк (в роли консультанта). При выборе одного из этих различных возможных уровней вмешательства НБК и органы

¹² Подробное обсуждение институциональных и операционных аспектов тенденции к повышению гибкости валютного курса см. в работе Otker-Robe et al., 2007.

¹³ Подробное описание опыта стран см. в работе Otker-Robe et al., 2007.

¹⁴ См. Calvo, 2002, 2002, и Luca and Petrova, 2008.

государственного управления должны принять во внимание ряд факторов, включая: 1) поиск компромисса между развитием рынков и любым прямым валютным риском; 2) баланс между первоначальной ролью государственного сектора на валютном рынке и необходимостью стимулировать собственность и инновации в частном секторе, притом что последнее в конечном счете приведет к возникновению все более сложных рыночных инструментов, которые государственный сектор не сможет и не захочет развивать; 3) принятие четкой стратегии выхода.

21. Первоначальные политические меры обычно включают капитализацию фонда для обеспечения импортеров валютным покрытием, что позволяет создать уверенность в ликвидности системы. Со временем фонд пополняется путем приобретения форвардной иностранной валюты у экспортеров. Однако при этом крайне необходимо, чтобы НБК заранее принял определенные меры и прекратил свое участие на определенный период времени, в течение которого он передаст все операции коммерческому банку(ам) или подходящему участнику рынка (например, крупной международной страховой компании). При этом НБК не должен «вытеснить» конкурентоспособных участников частного сектора, а его действия должны быть полностью прозрачными и по мере необходимости анонсироваться.

22. Денежно-кредитная политика и политика в области валютного курса также должны способствовать переходу к развитию форвардного рынка. В частности, обменные курсы и процентные ставки, которые значительно отклоняются от состояния равновесия, исключают возможность перехода к форвардным валютным курсам на коммерческих условиях¹⁵. Это подчеркивает потребность в высокой ликвидности межбанковского спотового рынка и рынка процентных ставок, а также важность постоянного мониторинга ситуации на внутреннем денежно-кредитном и финансовом рынках, особенно в том, что касается обстановки на международном рынке. На ранних стадиях развития рынка НБК также должен играть ведущую роль в обеспечении непрерывного обучения участников внутреннего рынка вопросам функционирования и проведения операций на форвардном рынке и рынках других производных финансовых инструментов.

D. Координация действий различных органов экономической политики

23. Увеличение числа хорошо функционирующих внутренних финансовых рынков в Казахстане требует высокой координации действий официальных органов. Это предполагает координацию в рамках ориентированных на будущее налогово-бюджетных стратегий, поддерживающей денежно-кредитной и курсовой

¹⁵ (Quirk et al., 1988)

политики и усовершенствованных правовой, нормативной и макропруденциальной основ. Хотя каждое ведомство (Минфин, НБК и АФН) играет соответствующую роль в развитии устойчивой рыночной инфраструктуры, существуют ключевые области, где повышение согласованности действий может улучшить процессы регулирования и таким образом оказать помощь в смягчении рисков, связанных с диспропорциями иностранной валюты во внутренних балансах.

Развитие местных рынков и благоприятное влияние на механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики

24. **Как было сказано выше, рынок государственных облигаций представляет собой основу емкого и ликвидного внутреннего рынка ценных бумаг с фиксированным доходом.** В Казахстане ключевой вопрос среднесрочной налогово-бюджетной политики касается разумного сбережения доли будущих прибылей от продажи нефти в качестве средства защиты экономики от глобальных циклов на рынках биржевых товаров. В этом отношении любые дополнительные потребности в бюджетном финансировании могут покрываться за счет внутреннего долга (а не за счет средств, полученных от чрезмерно высоких цен на нефть). Возросший выпуск внутренних государственных долговых обязательств, в свою очередь, обеспечит дальнейшее укрепление косвенных инструментов денежно-кредитной политики по мере роста кривой доходности, которая определяется рынком. Этот критерий также послужит основой для стимулирования дополнительных рынков по использованию инструментов внутреннего долга, особенно для небанковских организаций.

25. **Необходима координация действий между НБК и МФ для эффективного балансирования рынка внутренних ценных бумаг.** Важно отметить, что синхронизация потребностей государственного финансирования, стратегии управления долгом и денежно-кредитных операций центрального банка улучшит позицию НБК в отношении эффективного управления внутренней ликвидностью. Высокая частота обмена информацией в таких областях, как планирование движения денежных средств органами государственного управления и доступность депозитов в центральном банке, имеет принципиальное значение для точного прогнозирования и управления ликвидностью.

26. **АФН также может сыграть важную роль, облегчив участие внутренних институциональных инвесторов, а именно пенсионных фондов, в рыночной деятельности.** Этого можно достичь путем улучшения пруденциального регулирования, направленного на развитие структуры диверсифицированных активов как на внутреннем, так и на внешнем рынке. Например, АФН может применять современные методы оценки и определять целесообразность и своевременность предоставления пенсионным фондам разрешения работать на рынках производных финансовых инструментов; со временем его деятельность позволит ослабить спровоцированные кризисом меры, включая минимизацию требований по держанию в портфеле государственных ценных бумаг.

Одновременное развитие ликвидных форвардных рынков иностранной валюты означает, что любое результирующее влияние иностранной валюты может быть эффективно хеджировано.

27. **Согласованность работы ведомств будет стимулировать углубление финансового рынка и, соответственно, создаст условия для постепенного повышения гибкости валютного курса.** Таким образом, НБК потребуется модернизировать основы своей денежно-кредитной политики, в том числе путем восстановления действенного коридора процентных ставок и ежедневных операций по управлению ликвидностью: операций РЕПО, постоянно действующих механизмов (с соответствующими штрафными ставками), нормативов обязательных резервов и депозитные механизмов.

Е. Усиление регулирования

28. **Высокий уровень финансовой долларизации создает определенные риски, которые нельзя устранить напрямую в рамках текущих международных стандартов регулирования**¹⁶. Таким образом, макропруденциальные основы должны быть адаптированы с учетом управления валютным риском посредством рынка, включая возможность *ограничивать, отслеживать и измерять* такие риски¹⁷.

29. **Целый ряд мер АФН — как уже осуществляемых, так и находящихся на стадии рассмотрения — направлен на решение этих задач.** В частности, новые нормативы будут ориентированы на создание непосредственных негативных стимулов для банков к принятию обязательств и активов в иностранной валюте. Эти меры будут применяться в различных формах: переклассификация НОК (с последующим влиянием на величину необходимых резервных фондов), изменение коэффициента достаточности собственного капитала, а также дополнительные требования к акционерам организаций, принимающих депозиты. Эти меры в большей степени ориентированы на *ограничение* валютных рисков, и при этом необходимо уделять дополнительное внимание и *мониторингу* и *измерению* существующих (и надвигающихся) открытых позиций по риску.

30. **В целях осуществления мониторинга АФН стало собирать данные по источникам финансирования в иностранной валюте, промежуточным**

¹⁶ Например, Базельские основные принципы эффективного банковского надзора и Базельское соглашение о норме собственного капитала обеспечивают прочную основу для стран с высокими валютными рисками. Однако в случае стран с высоким уровнем долларизации, для которых характерна дополнительная уязвимость, в индивидуальном порядке может быть обосновано внесение изменений и усиливающих элементов в эти нормы для компенсации и смягчения этих специфических рисков и связанных с ними факторов уязвимости.

¹⁷ Полное описание этих рисков и соответствующий опыт стран см. в работе Duttagupta et al., 2004.

звеном которого служит **внутренний рынок**. Однако для улучшения управления косвенными валютными рисками банкам необходимо усилить мониторинг корпоративного сектора и сектора домашних хозяйств. Этого можно достичь путем регулярного проведения обследований данных секторов, включая информацию по источникам и структуре валютных доходов и прочих внешних долгов или операциям хеджирования (как в случае с экспортерами биржевых товаров)¹⁸.

31. При количественном измерении значимых показателей необходимо использовать ориентированные на перспективу методы управления рисками в дополнение к текущим стандартным показателям подверженности валютным рискам, представленных чистыми и валовыми открытыми позициями. Это может потребовать разработки стандартизированных моделей риска для применения по всему финансовому сектору и должно быть оптимально согласовано с постепенным переходом к более гибкому валютному курсу. Аналогичным образом, требуется усовершенствовать внутренние банковские процедуры в отношении рисков для лучшего учета подверженности валютным рискам, и они будут дополнительно усилены за счет совершенствования стандартов управления.

Е. Заключение

32. Мировой финансовый кризис выявил слабые стороны финансового сектора и нормативных основ многих стран с развитой и формирующейся экономикой. В результате официальные органы стремятся укрепить и развить существующие основы для улучшения защиты внутренних финансовых систем от будущих шоков. В этом отношении Казахстан имеет хорошие возможности для реализации всеобъемлющей программы реформ, направленной на развитие внутренних финансовых рынков. При этом у Казахстана есть возможность результативно использовать существующие системы и институты для минимизации рисков, связанных с несоответствиями валют, активов и обязательств во внутренних балансах. Основной задачей для официальных органов в области совершенствования функциональных нормативных основ является достижение верного баланса между эффективным регулированием и развитием рынка и инноваций. Это требует тщательного планирования, а также эффективной и прозрачной информационной стратегии.

33. Вместе с тем развитие внутренних финансовых рынков само по себе не является достаточной ответной мерой политики для снижения долларизации кредитов и валютных несоответствий во внутренних балансах. Напротив, развитие таких рынков должно сопровождаться формированием надежной макропруденциальной основы, которая обеспечит низкий и стабильный уровень

¹⁸ Duttagupta et al., 2004.

инфляции и будет тесно связана с общим реформированием финансового сектора, разработкой среднесрочной налогово-бюджетных основ и развитием денежно-кредитной и курсовой политики, направленной на снижение инфляции и повышение гибкости валюты. Этот процесс должен основываться на эффективном информационном взаимодействии и тесной координации действий между различными органами экономической политики.

ЛИТЕРАТУРА

- Calvo, G.A., 2001. Capital markets and the exchange rate: with special reference to the dollarization debate in Latin America. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 312–334.
- Calvo, G.A., 2002. On dollarization. *Economics of Transition*, 10, 393–403.
- Carmichael, J., Pomerleano, M. 2002. *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*. World Bank, Washington DC.
- Corcoran, A., Hobson, R., Kuserk, G., Wuertz, K. West, D. 2003. Designing a Derivatives Complement to Cash Markets in Developing Countries, in eds. K. Dowers, P. Masci, *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*. Johns-Hopkins University Press, Washington DC.
- Dowers, K., Lee, R., Vives, A. 2003. Pragmatic Issues in Capital Market Development in Emerging Economies, in eds. K. Dowers, P. Masci, *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*. Johns-Hopkins University Press, Washington DC.
- Duttagupta, R., Fernandez, G., Karacadag, C. 2004. From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving toward Exchange Rate Flexibility. IMF Working Paper 04/126. Washington DC.
- Luca, A., and Petrova, I., 2008. What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking and Finance*, 32, 858–869.
- Otker-Robe, I., and Vavra, D., 2007. *Moving to greater exchange rate flexibility: operational aspects based on lessons from detailed country experiences*. IMF Occasional Paper 256. Washington DC.
- Quirk, P. J., Hacche, G., Schoofs, V., Weniger, L., 1988. *Policies for developing forward foreign exchange markets*. IMF, Occasional Paper No.6 0.
- World Bank, 2009. *Financial Sector Assessment of Kazakhstan (SecM2009-0338)*. Washington DC.