Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/03/2008]

Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук

Берлін/Київ, Серпень 2008 р.

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) - провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, бути реальним чинником формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу та сприяти розвитку економічних та суспільних наук, і стимулювати розвиток дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентується і обговорюється під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
З питань економічних реформ
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2008 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
© 2008 Німецька консультативна група

Всі права застережено.

Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації

Резюме

Монетарна та фіскальна політика тісно взаємодіють між собою. У більшості випадків, політика, що проводиться центральним банком, доповнює політику уряду та навпаки. Більшість дій центрального банку, спрямованих на досягнення цінової стабільності, сприяє також довгостроковій фіскальній стабільності, у той час як продумана фіскальна політика, як правило, одночасно підтримує стабільність цін. Але в деяких випадках, особливо в короткостроковому плані, рішення центральних банків можуть мати негативний вплив на фіскальну політику, а дії уряду перешкоджати проведенню монетарної політики. Щоб забезпечити макроекономічну стабільність як у короткостроковому, так і в довгостроковому плані, важливо мінімізувати потенційні конфлікти між урядом і центральним банком. Це звичайно робиться через встановлення необхідних інституційних засад для взаємодії між цими установами.

Хоча взаємодія між НБУ та Урядом покращилась за останні роки, все ще залишається ряд напрямків для її вдосконалення. Перше питання стосується депозитів уряду в Національному банку. Для підтримки монетарної політики та керування ліквідністю, НБУ потребує постійного потоку інформації щодо очікуваних змін балансу на Єдиному казначейському рахунку (ЄКР). Крім того, плани розмістити бюджетні кошти в комерційних банках, використовуючи державні облігації як забезпечення кредиту (через "зворотні репо"), повинні бути скасовані, тому що це зменшить ліквідність на ринку державних облігацій. По-друге, потрібно уникати нездорової конкуренції між цінними паперами НБУ й уряду на фінансовому ринку. Поточні плани уряду проводити розміщення державних облігацій на основі стабільного графіку, а також конвертація урядового боргу перед НБУ на цінні папери посприяють уникненню такої нездорової конкуренції. Крім того, НБУ повинен намагатись випускати лише короткострокові цінні папери, як тільки ринок державних цінних паперів стане достатньо ліквідним. По-третє, проведення ефективної антициклічної макроекономічної політики вимагає кращої координації монетарної й фіскальної політики. Покищо монетарна політика несе майже весь тягар боротьби з інфляцією, у той час як фіскальна політика залишається стимулюючою і, таким чином, інфляційною. Скоординований макроекономічний підхід був би набагато ефективнішим. Крім того, це зменшило б потребу в проведенні обмежувальної монетарної політики та підвищення процентних ставок з боку НБУ.

Автори

Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Віталій Кравчук	kravchuk@ier.kiev.ua	+380 44 / 235 63 27

Подяка

Автори висловлюють подяку рецензенту Вероніці Мовчан.

Зміст

1. Вступ

2. Сфери взаємодії між урядом і центральним банком: короткий огляд
   2.1 Пряме кредитування уряду центральним банком
   2.2 Квазіфіскальні операції (КФО)
   2.3 Прибуток центрального банку
   2.4 Рахунок уряду в центральному банку
   2.5 Монетарна політика і державні облігації
   2.6 Антициклічна макроекономічна політика

3. Поточний механізм координації політики в Україні: рекомендації по окремих питаннях
   3.1 Рахунок уряду в НБУ
   3.2 Монетарна політика і державні облігації
   3.3 Проведення ефективної антициклічної макроекономічної політики

4. Висновки

1. Вступ

Одна із ключових економічних цілей держави в будь-якій країні полягає в тому, щоб гарантувати макроекономічну стабільність. Практичний досвід показує, що макроекономічна стабільність – вирішальна передумова для сталого довгострокового соціально-економічного росту і добробуту населення. Ряд державних установ відповідають за забезпечення макроекономічної стабільності. У більшості країн найбільшу роль тут відіграють центральний банк і уряд, представлений, як правило, міністерством фінансів. Центральний банк звичайно відповідає за досягнення цінової стабільності[1], а міністерство фінансів відповідає за забезпечення фіскальної стабільності. Цінова стабільність та надійні державні фінанси – наріжні камені макроекономічної стабільності.

Міжнародний досвід показав, що співробітництво між установами відповідальними за макроекономічну стабільність в багатьох країнах є далеким від оптимального. Відсутність ефективного співробітництва може призвести до конфліктів, що відволікають увагу і дуже обмежений час високопоставлених урядовців. Водночас, недосконале співробітництво між зацікавленими установами може також загрожувати макроекономічній стабільності. Приватний сектор дуже швидко реагує на такі конфлікти, а іноземні інвестори можуть прийти до рішення залишити країну. Це все доволі дивно, якщо ми згадаємо, що всі сторони конфлікту належать до державного сектору, і що всі вони намагаються забезпечити макроекономічну стабільність.

Причина проблемних відносин між центральними банками і урядами/міністерствами фінансів у багатьох країнах полягає у значній взаємозалежності між діями цих установ. Багато заходів центрального банку, спрямованих на досягнення стабільності цін, мають значний вплив на фіскальну політику, у той час як дії уряду можуть впливати на монетарну політику.

Ми можемо проілюструвати цю взаємозалежність монетарної і фіскальної політики на кількох прикладах. Коли центральний банк збільшує процентні ставки, щоб зменшити ліквідність (тобто монетарну базу) і, таким чином, інфляційний тиск, вартість державних запозичень може збільшитись, що може викликати незадоволення міністерства фінансів. Але коли центральний банк випускає власні цінні папери, щоб зменшити ліквідність (що є звичайним явищем за умови фіксованого валютного курсу й великого припливу капіталу), міністр фінансів також може стикнутись з підвищеною конкуренцією і, відповідно, вищими процентними ставками на ринку короткострокових цінних паперів, які можуть потягнути за собою вищі ставки на цінні папери більшої тривалості. Інший конфлікт може виникнути, коли уряд не випускає боргові цінні папери на регулярній основі. У такому випадку внутрішній ринок державних облігацій може стати неліквідним, а центральний банк втратити важливий інструмент монетарної політики. Крім того, великі та несподівані зміни коштів уряду в центральному банку можуть ускладнити керування ліквідністю та проведення монетарної політики.

Як показано вище, потенціал для напружених відносин між центральним банком та урядом є великим, а поява таких конфліктів може наразити на небезпеку макроекономічну стабільність. Отже, кожна держава зацікавлена в тому, щоб зменшити можливості для протиріч і підтримувати стабільність. Найефективніший спосіб попередження конфліктів – встановлення чіткого і узгодженого механізму взаємодії між центральним банком і урядом.

Метою цієї роботи є сприяння вдосконаленню існуючого механізму взаємодії в Україні. Ця проблема наразі є вельми актуальною в Україні. З огляду на можливе запровадження таргетування інфляції в середньостроковій перспективі, питання відносин між НБУ і урядом необхідно прояснити і уточнити на декількох рівнях. НБУ вже випустив Зелену книгу на цю тему[2] і зараз готує Білу Книгу. У розділі 2 ми робимо короткий огляд найважливіших

[1] Цінова стабільність може бути досягнута безпосередньо (стабільність купівельної стабільності грошової одиниці всередині країни) або опосередковано через валютний курс (стабільність валютного курсу щодо стабільної валюти прив'язки).

[2] Див. НБУ(2008):Як посилити роль НБУ у підтримці цінової стабільності; Зелена Книга, Київ.

сфер взаємодії між центральним банком і урядом. У частині 3 ми зосереджуємо увагу на окремих сферах взаємодії, які зараз важливі в Україні. Частина 4 є завершальні.

2. Сфери взаємодії між урядом і центральним банком: короткий огляд

У цьому розділі ми розглянемо основні сфери[3] взаємодії між урядами і центральними банками. У підрозділах з 2.1 до 2.4 проаналізовано відносини між фіскальною політикою та балансом центрального банку. У підрозділах 2.5 і 2.6 розглядаються макроекономічні питання.

2.1 Пряме кредитування уряду центральним банком

У багатьох країнах уряд в минулому міг одержувати кредити безпосередньо від центрального банку. За умови "фіскального домінування" конфлікти між монетарною і фіскальною політикою стають очевидними. Уряд може використати дешеві довгострокові позики від центрального банку для того, щоб фінансувати дефіцит бюджету і в такий спосіб зменшити вартість фінансування. Але в результаті, грошові агрегати неконтрольовано зростають, і центральний банк втрачає змогу підтримувати цінову стабільність. Практично всі випадки гіперінфляції починались саме через надмірні запозичення уряду в центрального банку. Зараз ця проблема широко визнається, і центральним банкам більшості розвинених країн заборонено надавати прямі кредити уряду. Потреби уряду у фінансуванні забезпечуються на фінансових ринках на ринкових умовах.

2.2 Квазіфіскальні операції (КФО)

Час від часу уряд може використовувати центральний банк для того, щоб проводити "квазіфіскальні операції" (КФО). У таких випадках витрати на проведення окремих державних заходів фінансуються не бюджетом (як це повинно бути), а центральним банком. Наприклад, уряд може просити центральний банк забезпечити пільгові і довгострокові позики комерційним банкам або окремим (державним) підприємствам. Крім того державні банки або фонд страхування депозитів можуть бути зобов'язані купувати державні цінні папери за цінами нижчими від ринкових при гарантії фінансування від центрального банку. Більше серйозний приклад КФО – пряма участь центрального банку в порятунку банківського сектору після фінансової кризи. Такі дії центрального банку досить часто проводились в минулому в багатьох країнах, що страждали від фінансових і банківських криз. По суті всі такі операції намагаються проводити державну політику без відповідних видатків державного бюджету. Замість цього "витрати" покладаються на центральний банк, підриваючи його фінансове становище і контроль над монетарною ситуацією, що в свою чергу може легко призвести до високої інфляції. В принципі, КФО працюють подібно, але менш прозоро ніж пряме кредитування уряду центральним банком. Крім того, КФО заважають об'єктивній оцінці стану монетарної політики і можуть створити недовіру учасників ринку до державних установ. Отже, їх потрібно повністю уникати.

2.3 Прибуток центрального банку

Згідно до законодавства центральний банк має виключне право на випуск законних засобів платежу. Через це центральні банки, як правило, одержують істотний прибуток. У короткостроковому плані, чим більше грошей центральний банк друкує, тим більше його прибутки ("інфляційний податок"). Але мета центрального банку полягає не в тому, щоб максимізувати прибуток, але забезпечити цінову стабільність. Прибуток – просто побічний продукт його функції по забезпеченню країни законними засобами платежу. Як наслідок, центральні банки не зацікавлені у проведенні проінфляційної політики. Але міністерство фінансів може мати іншу точку зору щодо цієї проблеми. Оскільки більша частина прибутків центрального банку звичайно передається уряду як його власнику, міністерство фінансів іноді розглядає прибуток центрального банку як "зручне" джерело доходу. Під час проблем з виконанням бюджету уряд може спробувати отримати більше доходів у

[3] Потрібно наголосити, що це не повний аналіз всіх можливих сфер взаємодії між урядом і центральним банком, а скоріше короткий виклад основних тем. Для детальнішого аналізу див. BIS (2003): Fiscal issues and central banking in emerging economies, BIS Papers No 20.

формі прибутку центрального банку через випуск більшої кількості грошей в обіг. Таким чином, тут може виникнути конфлікт між проведенням монетарної і фіскальної політики.

2.4 Рахунок уряду в центральному банку

Рахунок уряду та загальне регулювання ліквідності

Щоб досягнути цінової стабільності, центральні банки повинні управляти загальним рівнем ліквідності і короткостроковими процентними ставками. Кошти на рахунку уряду в центральному банку вилучені з обороту банківського сектору і, таким чином, не є частиною вільної ліквідності і грошових агрегатів. Отже, операції з рахунком уряду в центральному банку безпосередньо впливають на ліквідність і на процентні ставки. За інших рівних умов, коли уряд розміщує великі суми на своєму рахунку[4] (наприклад, після надходження податкових платежів), ліквідність зменшується, а процентні ставки підвищуються. Такі операції не перешкоджають управлінню ліквідністю, доки уряд повідомляє центральний банк про це завчасно. В такому випадку, центральний банк може запланувати і провести заходи, що нейтралізують цей вплив, такі як надання додаткової ліквідності. Але коли про великий рух коштів не повідомляється завчасно, тоді центральний банк немає достатньо часу, щоб зреагувати. Як наслідок, залишки на кореспондентських рахунках банків в центральному банку і короткострокові процентні ставки стають занадто мінливими, створюючи проблеми і додаткові витрати на рефінансування комерційних банків на міжбанківському кредитному ринку.

Виплата відсотків на кошти уряду і розміщення коштів уряду в банківському секторі

У деяких країнах уряд бажає отримувати відсотки на свої вільні кошти. Він може цього досягнути, одержуючи проценти на свій рахунок в центральному банку або розмістивши свою надлишкову ліквідність у фінансовому секторі.

Виплата відсотків на рахунок уряду в центральному банку має обмежений економічний зміст. Виплата центральним банком, наприклад, сотні грошових одиниць уряду, як правило, приведе до відповідного скорочення прибутку, перерахованого центральним банком уряду, також на 100 грошових одиниць. Таким чином, фінансові наслідки для уряду відсутні. Крім того, центральний банк і уряд належать до державного сектора, на який покладено виконання певних цілей, таких як досягнення монетарної й фіскальної стабільності. Таким чином, питання, хто в державному секторі несе витрати на досягнення таких цілей не повинно грати великої ролі. Дистрибутивні проблеми в межах державного сектора не повинні бути надто важливими. Отже, виплата відсотків на депозити уряду не відповідає кращій практиці.

Інша проблема виникає, коли деякі уряди намагаються розмістити кошти з безвідсоткового рахунку в центральному банку в комерційних банках на власний розсуд і на короткі строки. Такі дії, навіть якщо вони проводяться із наданням забезпечення, щоб обмежити кредитний ризик, призведуит до збільшення коливань рівня ліквідності і, таким чином, грошової бази. Тоді уряд може суттєво ускладнити досягнення центральним банком цінової стабільності.

2.5 Монетарна політика і державні облігації

Політика міністерства фінансів щодо випуску та управління державним боргом може мати значний ефект на монетарну політику. При цьому постають такі питання. По-перше, коли державний борг є дуже високим (наприклад відносно до валового внутрішнього продукту), уряд стає зацікавленим в тому, щоб скоротити свій борг в реальному виразі за рахунок збільшення інфляції. Таким чином, уряд може спонукати центральний банк проводити експансивну монетарну політику, призводячи до прискорення інфляції. Як тільки учасники ринку розвивають високі інфляційні очікування[5] у відповідь на інфляційний тиск, інфляція може вийти з-під контролю.[6] Аналогічна ситуація може виникнути, коли міністерство фінансів буде тиснути на центральний банк, щоб зменшити рівень процентних ставок і,

[4] Аналогічний приклад можна розглянути для вилучення коштів з рахунку уряду.

[5] Див. також Кірхнер/Джуччі/Сучок/Кузяків/Мовчан "Інфляційні очікування: роль і вимірювання", консультативна робота РР/02/2008 www.ier.kiev.ua.

[6] Такі аргументи були основою для Маастрихтського критерію, що обмежує державний борг до 60% ВВП, а річний бюджетний дефіцит до 3% ВВП.

таким чином, вартість державних запозичень всупереч точці зору центрального банку. По-друге, валюта і місце розміщення державного боргу, може мати велике значення. Випуск боргу в іноземній валюті за кордоном (наприклад у формі єврооблігацій) приводить до припливу капіталу, який за фіксованого або керованого валютного курсу може призвести до значного збільшення ліквідності і, таким чином, до інфляції. По-третє, якщо уряд не дотримується графіку випуску державних облігацій на внутрішньому ринку, центральний банк не може проводити операції на відкритому ринку (купівля і продаж державних цінних паперів на вторинному ринку) і, таким чином, втрачає основний інструмент проведення монетарної політики. В результаті центральний банк може бути змушений випускати свої власні боргові зобов'язання, які у свою чергу складуть "нездорову" конкуренцію державним цінним паперам.

2.6 Антициклічна макроекономічна політика

Центральні банки й уряди можуть реагувати на зміну стадій ділового циклу відповідними заходами, намагаючись згладити періодичні коливання і утримуючи виробництво на рівні близькому до потенціалу. Однак, наслідки заходів, прийнятих цими установами, можуть бути протилежними і тягнути за собою напружені стосунки між ними. У випадку рецесії уряд може бажати збільшити видатки на суспільні потреби і стимулювати сукупний попит. Однак, центральний банк може бути стурбованим через інфляційний вплив антициклічної фіскальної політики, і через це збільшити процентні ставки, що в свою чергу обмежить інвестиції та споживання, і, таким чином, поглибить рецесію.

Але у випадку високої інфляції інтереси уряду й центрального банку також можуть розходитись. Якщо центральний банк проводить обмежувальну монетарну політику, щоб боротися з інфляцією і зменшити перегрів економіки, уряд може боятися занадто сильного впливу на економіку і протидіяти цьому через проведення стимулюючої фіскальної політики, що в свою чергу сприятиме інфляції. На цих прикладах ми можемо бачити потребу координувати макроекономічну політику, щоб уникнути суперечливої монетарної і фіскальної політики.

Як було показано вище, взаємозалежності між центральними банком і урядом є складними і численними. Аналіз шести основних сфер взаємодії допомагає структурованому викладу матеріалу і сприяє більш конструктивному діалогу між цими установами в Україні.

3. Механізм координації політики в Україні: рекомендації по окремих питаннях

У розділі 2 ми виділили найважливіші сфери взаємодії політики уряду і центрального банку. Майже всі [7] сфери можуть виявитись важливими в Україні і потребувати вдосконалення. Але на сьогодні, три сфери заслуговують на найбільшу увагу [8]. Ми розглянемо докладніше питання казначейського рахунку в НБУ, співвідношення між монетарною політикою і державними облігаціями, і питання ефективної координації антициклічної політики.

3.1 Рахунок уряду в НБУ

Рахунок уряду і керування загальною ліквідністю

Кабінет Міністрів України зберігає бюджетні кошти в НБУ на Єдиному казначейському рахунку(ЄКР). Закон про Національний банк і Бюджетний кодекс регулюють це питання. Бюджетний кодекс встановлює мінімальний залишок коштів на ЄКР [9], а овердрафт з рахунку не дозволяється. Останнім часом на рахунку були накопичені значні кошти, що можна бачити на Рисунку 1:

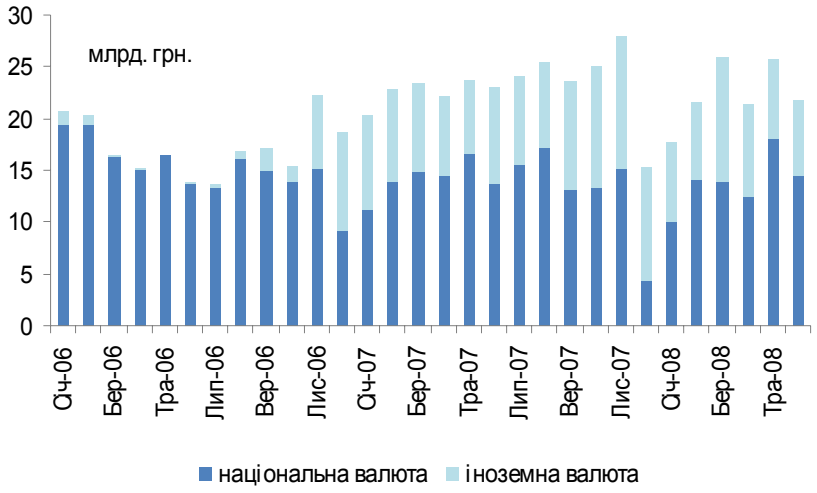
[7] Один виняток стосується прямого кредитування уряду центральним банком (частина 2.1). Хоча ці кредити були причиною гіперінфляції на початку 90-х років, зміни в законодавстві в 1999 р. заборонили НБУ надавати кредити уряду(ст. 54 Закону про національний банк).

[8] Ми, однак, хочемо наголосити на нашій готовності проводити подальші дослідження і рекомендації щодо інших сфер взаємодії, якщо відповідні органи державної влади будуть в цьому зацікавлені.

[9] Бюджетний кодекс передбачає встановлення законом про бюджет оборотної касової готівки до 2% бюджетних видатків. Однак, державні бюджети на 2005-2008 роки встановлювали ці показники на рівні 2% від видатків загального фонду.

Рисунок 1

Залишки на Єдиному казначейському рахунку у національній та іноземній валюті



Примітка: дані на кінець кожного місяця
Джерело: НБУ, Казначейство, власне обчислення

За умови швидкого і непередбаченого зменшення залишків на ЄКР, НБУ може не встигнути зреагувати на такі зміни, тобто стерилізувати вплив на грошову базу. Як наслідок може спостерігатись небажане збільшення ліквідності, особливо якщо така зміна ЄКР не скоординована завчасно.

На Рисунку 2 ми показуємо щоденну динаміку балансу ЄКР та міжбанківських процентних ставок в недавньому минулому (2008 р.), в період, коли процентні ставки підвищилися через нестачу ліквідності. Тут, деякі прості спостереження вказують на періоди (наприклад квітень-травень), коли раптові зміни ЄКР викликали коливання процентних ставок. Хоча інші фактори також впливають на міжбанківські процентні ставки, особливо монетарна політика, частина динаміки процентних ставок визначається саме ЄКР.

Рисунок 2

Залишок коштів на ЄКР і динаміка процентних ставок в 2008 році



Джерела: НБУ, Казначейство

Проблеми, що викликані мінливістю процентних ставок очевидні: нестабільність на міжбанківському ринку означає нестабільність вартості короткострокового рефінансування комерційних банків. Це має негативні наслідки для розвитку міжбанківського кредитного ринку і для банківського сектору загалом. Крім того, в такому випадку сигнали, які подаються НБУ через монетарну політику, можуть бути викривлені, що може призвести до непорозуміння серед учасників ринку щодо позиції монетарної політики. Потрібно підкреслити, що для проведення монетарної політики, міжбанківський кредитний ринок має першорядну важливість.

У минулому взаємодія між Казначейством і НБУ щодо ЄКР була доволі поганою, оскільки відбувався лише обмежений обмін інформацією. Хоча Казначейство надавало НБУ щомісячні прогнози руху коштів на ЄКР з червня 2005 р, ця інформація недостатня для тонкого регулювання ліквідності.[10]

Подальше вдосконалення може бути досягнуте при виконанні наступних рекомендацій. Для того, щоб мінімізувати вплив "несподіванок" у фіскальній сфері на розширення ліквідності, необхідно створити регулярні і добре структуровані інституційні канали комунікацій між Казначейством і НБУ. Таким чином, необхідно створити належні механізми координації і обміну інформацією, особливо в Україні, де можливості для прогнозування надходжень коштів є обмеженими. Це повинно включати щоденний обмін інформацією[11] та інформування Казначейства щодо запланованого/прогнозованого обсягу чистих операцій по казначейському рахунку, наприклад, на наступні два тижні. Останній момент є важливим, оскільки НБУ необхідно отримувати прогнози лише щодо чистих операцій. Немає ніякої потреби передавати "конфіденційну" інформацію щодо мети та об'єму конкретних операцій. Крім того, цей інформаційний обмін не має бути одностороннім, а може бути двостороннім процесом. Зі свого боку, НБУ може надавати Казначейству інформацію щодо запланованих операцій монетарної політики. Ця операція може дозволити Казначейству не виходити на той самий сегмент ринку в той самий час.

Рекомендація 1: Регулювання ліквідності з боку НБУ і операції Казначейства повинні бути краще скоординовані, особливо на цій (ранній) стадії розвитку ринку. Тому, встановлення регулярних і інституціолізованих каналів комунікації є необхідним, що забезпечить постійний потік інформації у відповідності до міжнародної практики.

Виплата відсотків на рахунок уряду і розміщення бюджетних коштів в банківському секторі

Як показано на Рисунках 1 і 2, Казначейство зберігає на рахунку в НБУ значні суми. Середньоденний баланс ЄКР в національній валюті за перше півріччя 2008 р. був на рівні 12,6 млрд. грн., а загальний обсяг коштів (включаючи іноземну валюту) досягав 21,5 млрд. грн. Як і в більшості країн з перехідною економікою закон про НБУ (Ст. 12 п. 11) не передбачає виплати відсотків по рахунку уряду в НБУ. Однак, Міністерство фінансів планує[12] розмістити частину цих коштів в комерційних банках, щоб отримати на них відсотки. При цьому наводяться наступні аргументи:

- Додаткові доходи для уряду (через отримання відсотків).
- Сприяння регулярному випуску державних облігацій і запровадженню системи первинних дилерів. Оскільки в січні-жовтні як правило існує профіцит бюджету, немає нагальної потреби щодо випуску боргових зобов'язань, за якими потрібно платити відсотки. Однак, якщо залучені кошти можна буде інвестувати, перешкоди для випуску державного боргу з фіскальної точки зору буде усунуто.

Очевидні кредитні ризики, пов'язані з розміщенням державних коштів у приватних банках, можуть бути зменшені через використання забезпечення. Забезпечення кредиту може

[10] Згідно даних Міністерства економіки кращий обмін інформацією щодо монетарної і фіскальної політики розпочався з березня 2008 р., коли Казначейство стало попереджати НБУ про рух великих сум грошей на ЄКР за один день. Крім того в 2008 р. було запроваджено прогнозування руху коштів на ЄКР в іноземній валюті, як зазначено в звіті про виконання Плану антиінфляційних заходів за січень-червень 2008 р., розміщеному на сайті Міністерства економіки.

[11] В Словенії, наприклад, згідно до формальної угоди між Міністерством і центральним банком, останній отримує регулярно оновлені прогнози щоденного руху коштів протягом одного та трьох місяців. Більш того, на регулярних робочих зустрічах урядовців розглядаються технічні деталі.

[12] Ці плани також оголошені у проекті "Концепції розвитку внутрішнього ринку державних облігацій в 2008-2011 рр." підготованому Міністерством фінансів.

складатись з випущених раніше державних облігацій. Використовуючи власні боргові зобов'язання як забезпечення, кредит можна вважати повністю безпечним для Міністерства фінансів.

Оцінка цих планів та відповідних аргументів дозволяє виділити декілька проблем. Хоча обґрунтування цілком зрозуміле, воно не враховує такі моменти:

- Загальне міркування: (внутрішні і зовнішні) активи НБУ, що відповідають його зобов'язанням перед урядом зазвичай приносять дохід, а прибуток НБУ передається його власникові (тобто уряду). Тому, на ці кошти вже нараховуються відсотки, хоча і опосередковано.
- Стосовно аргументу про необхідність цього плану для регулярного випуску державних облігацій і відповідно збільшення ліквідності вторинного ринку і зменшення вартості державних запозичень, то тут ситуація є наступною. Якщо майже всі облігації, випущені протягом якогось періоду, використовуються як забезпечення за депозитами уряду в комерційних банках, а не вільно обертаються на ринку, то ліквідність не збільшиться, а система первинних дилерів не зможе ефективно працювати. Таким чином, аргумент щодо регулярного випуску облігацій втрачає свою силу. Навпаки, важливо, щоб випущені облігації вільно обертались на ринку. Тільки тоді буде створюватись ліквідність на ринку.
- Розміщення Міністерством фінансів коштів у банківській сфері впливатиме на ліквідність і, таким чином, на грошові агрегати. В такому випадку, Міністерство фінансів буде регулювати грошові агрегати і ліквідність. Це може призвести до змішування обов'язків, і тому є небажаним. Конфлікт з НБУ може виникнути особливо в умовах проведення обмежувальної монетарної політики, коли Міністерство фінансів може бути зацікавлене залучати більше коштів. Однак, це призведе до наслідків, що перешкоджатимуть проведенню обмежувальної політики. Таким чином, можуть виникнути конфлікти.

Загалом, ми не рекомендуємо втілювати такі плани в життя. Навпаки, ми пропонуємо зберегти існуючий стан речей.

Рекомендація 2: Хоча ми повністю підтримуємо плани Міністерства фінансів щодо випуску державних облігацій згідно регулярного графіка, ми пропонуємо не розміщевати залучені кошти в комерційних банках, оскільки це не дозволить досягнути вищезгаданої мети.

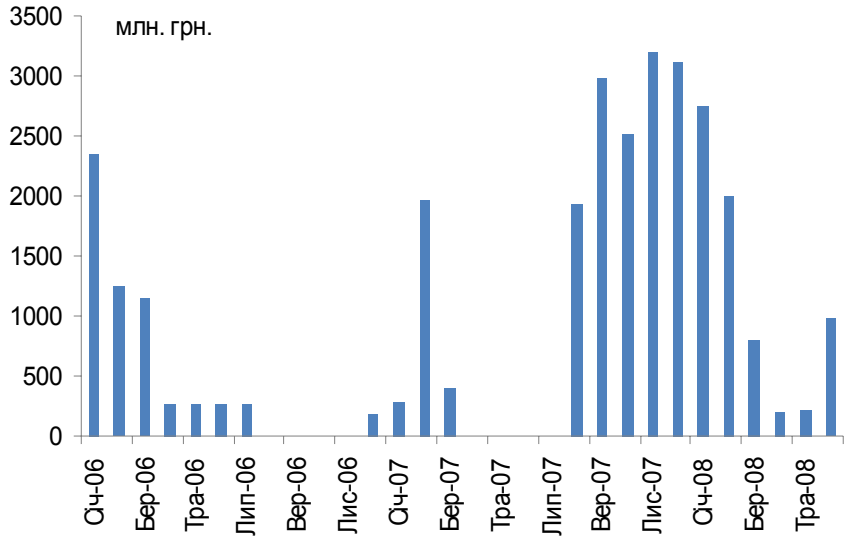
3.2 Монетарна політика і державні облігації

Монетарні умови за прив'язки гривні до долара США визначались протягом останніх декількох років переважно значними припливом іноземного капіталу і відповідним збільшенням грошової маси. Процентна політика НБУ була, як варто очікувати, не дуже ефективною, оскільки позики НБУ комерційним банкам грали лише незначну роль. В 2007 році кошти НБУ, надані комерційним банкам, більшу частину часу не перевищували 2 млрд. грн. і становили менш ніж 1% від зобов'язань банків. На початку 2008 р., коли ліквідність стала більш обмеженою, позики НБУ до банок збільшились на 2 млрд. грн. до майже 5 млрд. грн. у травні і червні. У травні 2008, НБУ забезпечив 98% надлишкових резервів банків (визначених як залишки на коррахунках банків у НБУ за виключенням обов'язкових резервів) і 74% у червні порівняно з менш ніж 10% протягом більшої частини 2007 року. Таким чином, хоча процентна політика дійсно відігравала незначну роль перед кризою ліквідності, вона стала важливим джерелом короткострокового фінансування.

Проведення операцій на відкритому ринку, щоб вилучити надлишкову ліквідність, було неможливим, через неліквідний ринок державних облігацій, на якому активність на первинному ринку була невеликою, а торгівля на вторинному ринку була нечастою і не сприяла виявленню ринкової ціни. Таким чином, головним інструментом стерилізації (крім вимог резервування) був депозитний сертифікат (ДС) НБУ. До вересня 2007 року НБУ випускав виключно ДС овернайт із доходністю 0,5% і 14-денні ДС під 1% річних. Після прискорення інфляції НБУ почав випускати ДС більш активно з доходністю до 8 % і строком до 90 днів. В кінці 2007 р. і пізніше банки поступово втрачали зацікавлення у ДС по мірі того, як процентні ставки збільшились, а ліквідність стала більше обмеженою, як можна бачити на Рисунку 3.

Рисунок 3

Депозитні сертифікати в обігу



Джерело: НБУ

В принципі, власні цінні папери такі як ДС - важливі елементи в комплекті інструментів центрального банку, в тому числі НБУ. Міжнародний досвід показує, що багато країн мають такі інструменти, і часто використовують їх для того, щоб регулювати ліквідність. Однак, оскільки існування ДС поряд з державними облігаціями передбачає конкуренцію між суверенними емітентами, таке співіснування може привести до взаємного витиснення і зменшення ліквідності в обох сегментах ринку. Досвід окремих країн показує, що цей теоретичний аргумент актуальний з практичної точки зору[13].

Як тільки вторинний ринок державних облігацій стане більш ліквідним, потреба у випуску ДС значно зменшиться, і, таким чином, зменшиться і неприємна конкуренція. Використання лише одного інструменту (облігацій) для стерилізації ліквідності надалі збільшить ліквідність, і обидві установи зможуть отримати від цього переваги. Ліквідний ринок державних облігацій, таким чином, може спростити проводження монетарної політики, що буде просто виконувати, не впливаючи на ринкові ціни та ринкову доходність. Незважаючи на це, НБУ повинен зберегти своє право випускати депозитні сертифікати, тому що цей інструмент може за певних умов допомогти боротися з інфляцією. Однак, щоб уникнути фрагментації боргу і, таким чином, прямої конкуренції між різним видами цінних паперів, строки випуску ДС НБУ і державних облігацій Міністерства фінансів повинні залишатись різними.

Рекомендація 3: НБУ повинен зменшити випуск власних ДС, як тільки вторинний ринок державних облігацій стане більш ліквідним. Однак, НБУ повинен зберегти цей інструмент, але обмежити свій випуск в короткостроковому кінці кривої прибутковості, що не покрита облігаціями Міністерства фінансів.

Інший крок для зменшення конкуренції між НБУ та урядом за гроші інвесторів передбачає конвертацію боргу уряду перед НБУ в цінні папери. Цей захід забезпечить НБУ ефективним інструментом для боротьби з інфляцією, хоча бюджетні наслідки для уряду будуть відносно малими[14]. Недавно подані до Верховної Ради законопроекти[15] про зміни

[13] Див. BIS(2005): Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, BIS Papers No 24, p. 73.

[14] Див. Кірхнер/Джуччі/Кравчук: Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: можливі варіанти, консультативна робота W2, червень 2007 р., www.ier.kiev.ua. Для бюджетних наслідків конвертації боргу в цінні папери, див. Кірхнер/Джуччі/Кравчук: Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: бюджетні наслідки, консультативна робота W6, вересень 2007 р., www.ier.kiev.ua.

[15] Положення про конвертацію боргу містяться в обох (конкуруючих) законопроектах поданих Кабінетом міністрів(№ 2713) та Президентом(№ 2713-1).

Закону про бюджет на 2008 рік містять таке положення, яке, на нашу думку, є великим кроком вперед. Тепер це питання повинна вирішити Верховна Рада, що ми настійно схвалюємо.

Рекомендація 4: Борг уряду перед НБУ, повинен бути конвертований в цінні папери, щоб, зокрема, зменшити конкуренцію між НБУ і урядом на внутрішньому фінансовому ринку. Положення про конвертацію боргу передбачені в законопроектах про зміни до Закону про бюджет на 2008 рік, є кроком в правильному напрямі.

Незважаючи на недавні зміни у монетарній і валютній політиці[16], НБУ скоріш за все продовжить проводити інтервенції на валютному ринку протягом наступних декількох років, щоб обмежити коливання валютного курсу під час переходу до таргетування інфляції. За таких обставин валюта і ринок випуску державних облігацій можуть впливати на монетарну політику. Якщо державні облігації випускаються в іноземній валюті за кордоном (звичайно єврооблігації), то НБУ може вирішити збільшити інтервенції на валютному ринку, щоб уникнути надмірного укріплення гривні. Але через пов'язане створення ліквідності інфляція стане більшою. У випадку випуску облігацій всередині країни та їх покупки переважно вітчизняними інвесторами, інфляційний ефект буде набагато слабшим. Але з іншого боку, в багатьох випадках Міністерство фінансів може бути більш зацікавленим у випуску єврооблігацій, наприклад через те, що воно сприйматиме єврооблігації як дешевше джерело фінансування порівняно з випуском облігацій всередині країни.

Повноваження приймати рішення щодо ринку і валюти випуску державних облігацій належить, як це і має бути, винятково Міністерству фінансів. Але Міністерству фінансів доцільно обговорювати плани по випуску державних облігацій з НБУ, особливо в умовах високої інфляції. Враховуючи велику інфляцію, Міністерство фінансів може вирішити прийняти вищі процентні ставки, щоб підтримати боротьбу з інфляцією. По суті, "план антиінфляційних заходів", узгоджений між НБУ, Міністерством фінансів і Міністерством економіки в березні 2008 р. передбачає обмеження випуску єврооблігацій з пояснених вище причин. Але через доволі позитивну бюджетну ситуацію в Україні, лише невеликий обсяг облігацій було випущено цього року. Однак, недавні плани випустити єврооблігації - навіть при тому, що випуск був відкладений через збільшення вартості запозичень на міжнародних ринках, суперечить намірам, заявленим в "плані антиінфляційних заходів".

Рекомендація 5: При прийнятті рішень щодо випуску державних облігацій, особливо щодо випуску всередині країни чи за кордоном, Міністерство фінансів повинне брати до уваги вплив своїх рішень на монетарну політику. Регулярний обмін думками із НБУ повинен бути запровадженим і затвердженим на інституційній основі, особливо при поточному рівні інфляції.

3.3 Проведення ефективної антициклічної макроекономічної політики

У розділі 2 ми стверджували, що вибір правильного набору заходів політики є необхідним для забезпечення стабільного і не інфляційного економічного росту, близького до його потенційного рівня. Зараз Україна переживає період високої інфляції, що є головною економічною проблемою сьогодні. Частково це було спричинено перегрівом економіки, у якій сукупний попит значно перевищує сукупну пропозицію.

За існуючої ситуації необхідно проводити чітку антициклічну політику, тобто політика повинна бути послідовною. Якщо урядовці здатні скоординувати свої дії, то результуюче (короткострокове) навантаження буде розподілене між багатьма плечима. Це було, і все ще є, основою "плану антиінфляційних заходів", спільно прийнятого НБУ, Міністерством фінансів і Міністерством економіки в березні 2008 року.

В іншому випадку, якщо координація відсутня, і різні державні інститути переслідують різні цілі політики, це означає, що одна установа (тобто НБУ) буде змушена проводити більш жорстку політику ніж це було б потрібно в іншому випадку. Це в свою чергу може призвести до ситуації, коли певний (чутливий до процентних ставок) сектор економіки (наприклад будівництво) може бути сильніше вражений цим асиметричним заходом

[16] Стосовно режиму валютного курсу в Україні див. Джуччі/Кірхнер/Кравчук: Вчимося "плавати": рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, консультативна робота PP/01/2008 червень 2008 р., www.ier.kiev.ua.

політики, факт, чого можна уникнути, вибираючи правильний набір заходів. Крім того, неузгоджені дії звичайно викликають втрату довіри до дій держави, що перешкоджає стабілізації інфляційних очікувань, що в свою чергу надалі стимулює інфляцію. Те саме можна сказати про непродумані адміністративні заходи, які мають тенденцію відкладати проблему на майбутнє, замість того, щоб усувати її причину[17].

Хоча важко оцінити наскільки набір заходів політики є послідовним, можна стверджувати, що між діями окремих органів державної влади спостерігались певні протиріччя. Зараз монетарна політика є більш обмежувальною. З іншого боку, фіскальна політика залишається експансивною, як можна бачити в проекті змін до бюджету на 2008 рік, нещодавно запропонованих урядом Верховній Раді. Однак, виходячи з того, що заходи НБУ перебувають під критикою від декількох сторін, достатність заходів НБУ залишається під сумнівом.

Рекомендація 6: Послідовний набір заходів, що збалансовує зусилля по переходу до більш жорсткої політики між всіма установами, необхідний щоб побороти високу інфляцією в Україні. Інакше, нескоординовані та надмірні заходи можуть призвести до тяжких наслідків у окремих секторах економіки.

4. Висновки

Механізм координації політики між урядом і НБУ суттєво покращився з часу отримання Україною незалежності. Дні, коли НБУ безпосередньо фінансував уряд на початку 90-х років, що закінчились гіперінфляцією, минули назавжди. Незважаючи на цю позитивну оцінку, механізм координації повинен бути надалі вдосконаленим. У цій роботі ми виділили ряд питань, де таке вдосконалення може призвести до негайних економічних вигод. Це стосується рахунку уряду в НБУ, конкуренцією між цінними паперами, випущеними урядом і НБУ, а також питання ефективної координації макроекономічної політики. Важливість кращої координації монетарної і фіскальної політики можна легко продемонструвати на прикладі боротьби з високою інфляцією. Хоча монетарна політика стала більш обмежувальною (як і повинна бути), фіскальна і соціальна політика залишаються експансивними. Таким чином, тягар боротьби з інфляцією був поширений нерівномірно в межах державного сектора. Це робить боротьбу з інфляцією менш ефективною, і створює дисбаланси в економіці.

Подальше дослідження можуть бути необхідними в інших областях координації політики, що ми не розглядали докладно. Зокрема питання розподілу прибутків Національного банку може бути важливою областю для подальшого інституційного вдосконалення

[17] У майбутній консультативній роботі ми плануємо розглянути поточну монетарну політику. У цій роботі ми спробуємо відповісти на питання, про те чи монетарна політика була достатньо обмежувальною в першій половині 2008 р.

Список останніх консультативних робіт

1. Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків, Вероніка Мовчан, консультативна робота PP 02, Червень 2008
2. Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 01, Червень 2008
3. Державно - приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України. Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд павел, консультативна робота W16, Лютий 2008
4. Реформування поштового сектору в Україні: покращення поштових послуг але не поштамту, Ларс Хандріх, Свен Хейтзлер, консультативна робота W15, Лютий 2008
5. Як сплачуєте, так і отримуєте! Реформування принципів фінансування лікарень в Україні, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W14, Лютий 2008
6. Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України, Рікардо Джуччі, Роберт кірхнер та Вероніка Мовчан, консультативна робота W13, Лютий 2008
7. Україна та ЕВРО-2012 Як гарантувати його економічний потенціал, Фердінанд Павел, Наталія Сисенко, консультативна робота W12, Грудень 2007
8. Чи слід мені залишитись, чи слід їхати? Українська міграція в економічному розрізі Олександр Данзер та Ларс Хандріх, консультативна робота W11, Грудень 2007
9. Висока інфляція в Україні: аналіз і рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W10, Грудень 2007
10. Зовнішні запозичення приватного сектору та зростання кредитів в Україні: Тенденції та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі Роберт Кірхнер та Юлія Полєтаєва, консультативна робота W9, Грудень 2007
11. Прорив у приватизації електроенергетичного сектора? Пропозиція Міністерства палива та енергетики, Фердінанд Павел, Олег Крикавський та Інна Юзефович, консультативна робота W8, Жовтень 2007
12. Криза німецької системи соціального медичного страхування - уроки для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W7, Вересень 2007
13. Реструктуризація державного боргу перед НБУ: бюджетні витрати Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W6, Вересень 2007
14. Контракти з первинними дилерами державних цінних паперів. Міжнародне порівняння та висновки для України Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі, консультативна робота W5, Серпень 2007
15. Ціни на житло в Україні: тенденції, аналіз та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Інна Юзефович та Ярослава Сучок, консультативна робота W4, Серпень 2007
16. Цінові шоки і ринкові реформи: кількісна оцінка, Фердінанд Павел, консультативна робота W3, Травень 2007
17. Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: можливі варіанти, by Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W2, Червень 2007

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання, звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua.