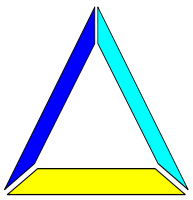
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні
Німецька Консультативна Група при Уряді України
Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ,
Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



W6

Реструктуризація державного боргу перед НБУ: бюджетні витрати

Резюме

Український уряд заборгував НБУ близько 9 млрд. грн. у формі внутрішнього державного боргу. Цей борг утворився внаслідок нездорової практики фінансування дефіцитів бюджету друкуючи гроші в 1991-1996 рр. Як уряд так і Національний банк в принципі погодилися реструктуризувати цей борг, обмінявши його на державні цінні папери. Це не дивно, оскільки обидві установи багато виграють від реструктуризації боргу. Але такий обмін може і повинен проводитись лише, якщо уряд і, особливо, Міністерство фінансів матимуть чітку кількісну оцінку бюджетних наслідків реструктуризації. У цьому документі ми подаємо таку оцінку.

Аналізуючи можливі бюджетні витрати на реструктуризацію боргу, важливо розрізняти виплату відсотків і виплати основної суми. На даний момент відсотки по цьому боргу не виплачуються. Оскільки будь-яка ефективна реструктуризація боргу і його обмін на цінні папери повинна включати виплату відсотків за ринковими ставками, то витрати на обслуговування державного боргу підвищаться, що в свою чергу буде мати наслідки для бюджету. Що стосується виплати основної суми боргу, то ми припускаємо в наших обчисленнях, що ці виплати будуть повністю рефінансовані за рахунок випуску нових боргових зобов'язань. Це припущення дає можливість провести чітку оцінку економічних наслідків, тому що погашення боргу не належить до витрат бюджету, а лише призводить до зменшення боргу. За цього припущення бюджетні витрати (якщо вони наявні) обмежені лише виплатою відсотків.

Наслідки для бюджету реструктурування боргу залежать від трьох головних змінних: процентної ставки випущених облігацій; суми реструктурованого боргу (тобто залежить від того, чи борг у розмірі 9 млрд. грн. буде реструктуровано повністю або частково); і частки облігацій, які НБУ продасть приватним учасникам ринку. Припускаючи, що дохід на облігації буде встановлено на рівні 6 % річних, бюджетні витрати можуть змінюватись від 0 грн. до 540 млн. грн. Бюджетні витрати будуть практично відсутні, якщо НБУ не буде продавати свої облігації, тому що отримання НБУ відсотків за облігаціями призводитиме до збільшення його прибутку майже на ту ж саму суму, і відповідно збільшуватиме суму перераховану НБУ до державного бюджету. В "найгіршому випадку" (щодо бюджетних видатків), за якого 100 % боргу реструктуровано і 100 % нових облігацій будуть продані НБУ приватному сектору, щорічні бюджетні витрати складуть 540 млн. грн.

Однак, такий сценарій є дуже малоймовірним в коротко - і середньостроковому плані. Як ми показали, використовуючи динамічний підхід, щорічні бюджетні видатки скоріш за все будуть поступово збільшуватись. За певних достатньо імовірних припущень, бюджетні видатки становитимуть 54 млн. грн. в першому році після реструктурування, і надалі збільшуватимуться на 54 млн. грн. щороку, поки вони не досягнуть максимуму у розмірі 540 млн. грн. через 10 років після реструктурування боргу.

Загалом, ми думаємо, що такі бюджетні витрати є досить помірними. Крім того, ми повинні нагадати, що умови для такого реструктурування зараз є оптимальними. Процентні ставки на державні облігації у національній валюті знаходяться близько до історичного мінімуму, а фінансовий ринок добре розвивається. Отже, необхідно провести реструктуризацію боргу уряду перед НБУ, і важливо зробити це зараз.

Зміст

1. Вступ

2. Визначення витрат бюджету: виплата відсотків і виплата основної суми

3. Вплив на бюджет

3.1 Визначення основних факторів

3.2 Витрати бюджету: статичний підхід

3.3 Витрати бюджету: динамічний підхід

4. Висновки

Додаток

1 Вступ

Уряд заборгував Національному банку України (НБУ) приблизно 9 млрд. грн. Цей так званий внутрішній державний борг виник внаслідок позик, наданих НБУ уряду в 1991-1996 роках, коли дефіцит бюджету частково фінансувався за рахунок друкування грошей, а інфляція була дуже високою. Як ми пояснили в нашій консультативній роботі W2 "Зміна статусу боргу уряду перед НБУ: можливі варіанти", реструктурування і обмін цього боргу на цінні папери буде на користь як НБУ, так і міністерству фінансів. Особливо важливим є закінчення цієї темної сторінки у макроекономічній історії України для покращення іміджу України та її кредитного рейтингу.

Однак уряд, зрозуміло, повинен враховувати вплив реструктурування боргу на бюджет. Реструктуризація боргу стане можливою лише тоді, коли Міністерство фінансів (Мінфін), що діє від імені уряду, зможе чітко оцінити вплив такого рішення на державні фінанси.

На прохання уряду і НБУ, ми розглядаємо в даному документі вплив реструктурування боргу на бюджет. У розділі 2 ми розглядаємо головні особливості реструктуризації боргу. У розділі 3 ми визначаємо змінні, від яких залежать бюджетні витрати внаслідок реструктуризації і подаємо кількісну оцінку впливу реструктуризації боргу на державний бюджет за різних сценаріїв розвитку подій. Аналіз розподілено на статичний і динамічний. Розділ 4 завершує роботу.

2 Визначення витрат бюджету: виплата відсотків і виплата основної суми

Внутрішній державний борг, що належить НБУ, істотно відрізняється від інших, більш стандартних форм боргових зобов'язань держави. Крім того, що цей борг не оформлений цінними паперами, по ньому також не виплачуються відсотки, а умови його повернення не повністю погоджені між сторонами, тобто Мінфіном і НБУ. Тим не менше, головна передумова випуску ринкових цінних паперів – відповідність умов випуску облігацій ринковим, тобто ці умови повинні бути порівнянними з іншими державними облігаціями в національній валюті. Зокрема облігації повинні мати ринкову доходність.

При настанні строку погашення облігацій виплачується основна сума облігацій, як і при погашенні будь-яких інших державних боргових зобов'язань, що належать приватному сектору. Основна сума боргу може бути виплачена за рахунок нових запозичень (рефінансування боргу) або за рахунок коштів накопичених на казначейському рахунку. Однак, таке рефінансування, яке впливає тільки на грошові потоки, не слід плутати зі статтями видатків бюджету. Таким чином, до видатків бюджету належать лише витрати на виплату відсотків по боргу, а не на погашення основної суми. Якщо витрати на обслуговування боргу належать до видатків бюджету(враховуються в самому бюджеті), то останні - частина операцій по фінансуванню бюджету (обліковуються поза бюджетом) і тому не включаються у видатки бюджету. Відповідно, надалі ми зосередимося на аналізі єдиної причини збільшення бюджетних видатків: витрати на виплату відсотків за новими державними облігаціями.

3 Вплив на бюджет

3.1 Визначення основних факторів

В попередньому розділі стверджувалося, що одною з умов успішного реструктурування державного боргу є виплата відсотків за новими облігаціями. Однак, виплата відсотків може мати вплив на бюджет, який необхідно ретельно проаналізувати, і тому ми зосередилися на ньому в цій роботі. Таким чином, **три змінні** визначають наслідки реструктуризації боргу уряду перед НБУ для бюджету:

Очевидно, що сума, спрямована на виплату відсотків залежить від (і) **процентних ставок** на облігації, випущених після реструктурування боргу, і від (іі) **суми**, на яку випущені облігації. Однак, виплату відсотків не можна розглядати просто як додаткові бюджетні витрати, тому що ми знехтували б вирішальною особливістю інституційної структури України, як і будь-якої іншої країни у світі. Розглядаючи НБУ й Мінфін як складові державного сектора економіки, ми бачимо, що кошти направлені на виплату відсотків залишаються в державному секторі. НБУ зобов'язаний відповідно до Закону України "Про Національний банк України" перераховувати свій прибуток[1] до бюджету. Ми повинні враховувати це при обчисленні впливу на бюджет, оскільки отримані відсотки є частиною операційного доходу НБУ і будуть спрямовані назад до бюджету.

Зазначені вище твердження залишаються правильними, поки НБУ продовжує утримувати ці облігації на своєму балансі. Якщо НБУ вирішить (ііі) **продати облігації** приватному сектору (наприклад банкам), наслідки для бюджету будуть змінюватись, тому що платежі по обслуговуванню боргу потрібно буде робити поза державним сектором[2]. Таким чином, вплив на бюджет реструктуризації залежить від того, що НБУ буде робити з цими облігаціями[3].

Для обчислення бюджетних витрат, пов'язаних з реструктуруванням боргу уряду перед НБУ, потрібно зробити певні припущення про значення трьох змінних:

(і) Процентні ставки

Так як вирішальною особливістю нових цінних паперів - на противагу попередній практиці - стане виплата Мінфіном ринкової процентної ставки за цими облігаціями, це призводе до додаткових витрат бюджетних коштів. Чим вищою буде процентна ставка, тим більшим буде навантаження на бюджет. Тому доходність цих облігацій відіграє вирішальну роль для оцінки впливу на бюджет.

Для всіх обчислень ми беремо як ринкову процентну ставку 6% річних. Це припущення базується на результатах недавнього розміщення ОВДП, що відбулось 20 серпня 2007 р, на якому 3-річні облігації було розміщено з доходністю 6,05%. Хоча фактична процентна ставка, ймовірно, буде дещо іншою на момент проведення реструктурування, це число є адекватним наближенням, беручи до уваги існуючі умови на ринку.

(іі) Сума реструктуризації

Суму реструктуризації ще не вирішено, і тому не зрозуміло, чи буде реструктуровано борг на суму 9 мільярдів грн. повністю чи частково. Оскільки відсотки будуть нараховуватись лише на реструктуровану частину боргу, ми можемо зробити висновок: чим більшу частку боргу буде реструктуровано, тим вищими будуть витрати бюджету.

Загальна сума внутрішнього державного боргу перед НБУ (тобто 100%) у національній та іноземній валюті на 31 грудня 2006 р. (не враховуючи резерви на випадок можливих втрат) складала 9042 млн. грн. Оскільки в попередній нашій роботі ми рекомендували уніфікувати валюту цього боргу в гривнях, ми будемо брати для наступних обчислень повну суму в 9 млрд. грн. Ми розглядаємо два сценарії: На облігації обмінюється а) 50% внутрішнього державного боргу або б) 100%.

(ііі) Частка облігацій, проданих приватному сектору

Як ми вже відзначали, майбутні дії НБУ щодо отриманих цінних паперів будуть мати опосередкований вплив на бюджет, тому що НБУ може продати ці облігації приватним учасникам ринку і вивести їх, таким чином, з державного сектору. В такому випадку, чим більша частка проданих НБУ облігацій, тим більші будуть видатки бюджету на виплату відсотків.

---

[1] Прибуток, що підлягає перерахуванню до державного бюджету, це перевищення кошторисних доходів над кошторисними витратами на основі результатів попереднього року. На основі звіту про фінансові результати НБУ ми можемо підрахувати цю цифру як прибуток наявний для розподілу мінус кошти направлені на фінансування капітальних видатків і формування резервів. В 2005 році ця сума становила 1,6 млрд. грн., а в 2006 році вона була на рівні 2,1 млрд. грн.

[2] Випадок, у якому облігації погашаються за рахунок випуску нових облігацій є подібним до продажу облігацій, з аналітичної точки зору тому, що в цьому випадку відсотки будуть виплачуватись приватному сектору. Якщо ми надалі згадуємо "продаж облігацій", то ми включаємо в це поняття рефінансування облігацій за рахунок випуску нових цінних паперів.

[3] Відповідь на це питання, однак, залежить від режиму монетарної політики, який обирає НБУ для досягнення поставлених перед ним законодавстовом цілей.

Хоча ми не можемо прогнозувати майбутні дії НБУ з високим ступенем точності, ми припускаємо для статичного аналізу, що НБУ залишає а) 0% б) 50% і в) 100% цінних паперів у своєму портфелі і продає решту облігацій в межах операцій монетарної політики.

3.2 Витрати бюджету: статичний підхід

Використовуючи припущення зазначені у попередньому пункті, ми тепер можемо обчислити бюджетні видатки для різних статичних сценаріїв. Результати цих обчислень на основі формули, поданої в додатку, викладено в Таблиці 1:

Таблиця 1
Щорічні бюджетні витрати, статичний аналіз, млн. грн.

НБУ продає:	0%	50%	100%
Частка реструктуризації:			
50%	0	135	270
100%	0	270	540

Джерело: власні обчислення, процентну ставку взято на рівні 6% річних.

Як можна бачити в Таблиці 1, витрати на виплату відсотків коливаються в проміжку 0-540 млн. грн. залежно від зроблених припущень. Далі ми розглядаємо окремі випадки:

а) НБУ продає 0 %

Випадок, коли НБУ залишає отримані цінні папери в своєму портфелі, є аналітично найпростішим. Вплив реструктурування боргу на державний бюджет незалежно від суми реструктурування дорівнює нулю. Це випливає із того, що видатки бюджету на виплату відсотків є водночас операційним доходом НБУ. Тому бюджет одержує витрачені кошти назад як прибуток НБУ[4].

б) НБУ продає 100 %

НБУ вирішує продати всі нові цінні папери приватному сектору - протилежний сценарій до а). За такого сценарію відсотки виплачуються приватним власникам облігацій (тобто поза державним сектором). Вплив на бюджет тепер залежить від суми реструктуризації боргу уряду перед НБУ. Якщо частка реструктурування 50 % може призвести до додаткових витрат бюджету в розмірі 270 млн. грн., то при повній реструктуризації боргу витрати збільшуються до максимальної суми в 540 млн. грн.. Це дорівнює 0,4 % від запланованих бюджетних видатків на 2007 рік. В той час як це співвідношення є вже досить низьким, ми можемо очікувати, що в майбутньому воно буде швидко зменшуватись, беручи до уваги стрімке зростання номінальних видатків бюджету (видатки збільшилися на 25 % у номінальному виразі порівняно з 2006 р.).

Однак, досить малоймовірно, що витрати бюджету після реструктуризації досягнуть максимальної суми найближчим часом. По-перше, навряд чи всі облігації будуть одразу продані, тому що операції на відкритому ринку часто проводяться у формі зворотного репо. В цьому випадку облігації (і виплачені відсотки) залишаються в державному секторі, не впливаючи на бюджет. По-друге, НБУ буде, скоріш за все, продавати 100 % нових облігацій лише за досить тривалий проміжок часу. Інакше НБУ змушений буде продавати їх з великим дисконтом, тому що ринок буде переповнений державними облігаціями. НБУ не зацікавлений продавати облігації за цінами значно нижче номінальної вартості[5].

в) НБУ продає 50 %

Цей проміжний випадок можна розглядати як комбінацію сценаріїв а) і б). Витрати бюджету становитимуть 135 млн. грн. на рік для випадку реструктуризації боргу на 50% і 270 млн. грн. для повної реструктуризації.

[4] Ми також припускаємо, що збільшення операційного доходу НБУ не призводить до збільшення операційних витрат. На нашу думку, такими витратами можна знехтувати.

[5] Навіть якщо ми візьмемо крайнє припущення про 100%-ий продаж облігацій, то вплив на бюджет також залежить від причин для продажу: якщо НБУ просто бажає змінити структуру своїх активів без зміни зобов'язань (монетарної бази), то вплив на бюджет повинен бути відсутній. Лише якщо метою продажу є проведення обмежувальної монетарної політики (тобто монетарна база зменшується на ту ж суму), то бюджет втратить суму вказану в Таблиці 1.

3.3 Витрати бюджету: динамічний підхід

Подані вище обчислення показали бюджетні витрати для різних комбінацій факторів. Хоча такий аналіз важливий для оцінки впливу на бюджет як проміжку можливих видатків, він також має і певні недоліки, притаманні для статичного аналізу: обчислені щорічні видатки бюджету залежали від фіксованої частки облігацій, проданих НБУ одразу після їх отримання. Таким чином, ми отримали (малоймовірний) результат, що видатки могли досягнути свого максимального значення вже в рік реструктурування, коли відбувається весь продаж облігацій приватному сектору. Хоча статичний аналіз важливий для оцінки можливого діапазону витрат бюджету, він повинен бути доповнений динамічним аналізом, що покаже конкретні бюджетні витрати в різні періоди. Такий досить детальний аналіз дозволить отримати більш реалістичні результати і розглянути наслідки поступового продажу облігацій приватному сектору.

Для динамічного аналізу ми знову припускаємо, що процентна ставка становитиме 6% річних, і що борг реструктуровано на 100%, тобто повністю. Нове припущення порівняно зі статичним підходом до аналізу - поступовий продаж облігацій з боку НБУ. А саме, ми вважаємо, що реалістичний сценарій розвитку подій - продаж НБУ 10 % облігацій, отриманих після реструктурування боргу, приватному сектору. В Таблиці 2 показано витрати бюджету для цього випадку:

Таблиця 2. Динаміка бюджетних витрат після реструктуризації:

Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Витрати бюджету	54	108	162	216	270	324	378	432	486	540

Джерело: власні обчислення, припускаючи процентну ставку 6% річних. Частку реструктурованого боргу 100 % і продаж 10 % облігацій щороку.

Припускаючи успішне реструктурування боргу в 2007 р., початкові видатки бюджету (в 2008 році) становитимуть лише 54 млн. грн. після продажу 10 % облігацій приватному сектору. Кількість проданих облігацій лінійно збільшуватиметься з часом, оскільки буде продано все більше облігацій (або погашатиметься і потребуватиме рефінансування). Через 5 років після реструктурування (в 2012 р.) номінальні бюджетні витрати досягнуть 270 млн. грн. Однак, враховуючи швидке зростання видатків бюджету в Україні (див. попередній пункт), вони залишаються відносно дуже низькими. Тільки в довгостроковому плані, приблизно через 10 років після реструктурування боргу, розраховані раніше максимальні видатки стануть реалістичною оцінкою витрат бюджету. Відповідно до наших припущень з 2017 року щорічні номінальні витрати бюджету складатимуть всі 540 млн. грн.

4 Висновки

У нашій консультативній роботі W2 ми прийшли до висновку, що реструктурування і обмін боргу уряду перед НБУ на державні облігації будуть на користь НБУ, Мінфіну і фінансовому сектору. Єдиним питанням, що залишалось невирішеним, було питання впливу такої реструктуризації на бюджет. Щоб вирішити це питання, ми проаналізували бюджетні наслідки реструктурування в цій роботі.

Спочатку ми показали, що витрати бюджету після реструктурування боргу залежать головним чином від трьох змінних: процентної ставки облігацій, суми боргу, що буде реструктуровано, частки облігацій, проданих НБУ приватному сектору (наприклад банкам). Надалі ми отримали кількісні значення впливу реструктуризації на бюджет для різних статичних сценаріїв. В "найкращому випадку", тобто в сценарії з мінімальними наслідками для бюджету, НБУ утримуватиме всі облігації в себе на балансі, і реструктуризація не матиме фінансових наслідків для Мінфіну. В "найгіршому випадку" борг буде реструктуровано повністю, а НБУ продасть всі отримані від Мінфіну державні облігації приватним учасникам ринку. Щорічні витрати Мінфіну в такому випадку досягнуть 540 млн. грн.

Нарешті, ми вивчаємо динаміку бюджетних витрат після реструктурування боргу. Як було показано при динамічному аналізі, "найкращий випадок" актуальний в короткостроковому плані, у той час як "найгірший випадок" може відбутися лише в довгостроковому плані. Конкретніше, бюджетні витрати після реструктурування, ймовірно, будуть збільшуватись з року в рік. За перший рік після реструктурування боргу Мінфін витратить на виплату відсотків за облігаціями 54 млн. грн. Ці витрати будуть збільшуватись щороку на 54 млн.

грн., доки вони не досягнуть максимального значення в 540 млн. грн. на рік. Проте до того часу частка цієї суми в бюджетних видатках значно зменшиться через інфляцію й економічне зростання.

Загалом, вплив реструктурування боргу на бюджет буде дуже обмеженим і в коротко- і в довгостроковому плані. Отже, ми приходимо до висновку, що Мінфін дійсно може дозволити собі реструктурування свого боргу перед НБУ. Крім того, враховуючи поточну ситуацію на фінансовому ринку, реструктуризація стає ще більш доцільною через історично низький рівень процентних ставок і потребу збільшувати ліквідність ринку. Отже, ми настійно рекомендуємо провести реструктурування боргу якомога швидше.

Автори: Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук

Київ/Берлін, вересень 2007

Додаток

Розрахунок витрат бюджету для статичного випадку

Щорічні (статичні) витрати бюджету, подані в розділі 3, були розраховані з використанням наступної формули:

Щорічні витрати бюджету =	"Процентна ставка" * "Борг уряду перед НБУ (9 млрд. грн.)" * "частку реструктурованого боргу" * "частку проданих облігацій".

Або математично:

$c = i * 9 \text{ млрд. грн.} * x * y$

де:

c....витрати бюджету в гривнях

i... процентна ставка на облігації випущені після реструктурування боргу (наприклад 6%)

x... частка боргу, що підлягає реструктуризації (з 9 млрд. грн.), $0 \leq x \leq 1$

y... частка облігацій проданих НБУ, $0 \leq y \leq 1$.

У випадку реструктуризації на 50%, частки проданих облігацій 50%, формула дає:

$c = 0{,}06 * 9 \text{ млрд. грн.} * 0{,}5 * 0{,}5$

$= 0.135 \text{ млрд. грн.} =$ **135 млн. грн.**