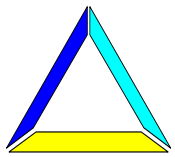
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні
Німецька Консультативна Група при Уряді України
Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ,
Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



W2

Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: можливі варіанти

Резюме

Уряд заборгував Національному банку України (НБУ) близько 9 млрд. грн., що є значною сумою як для Міністерства фінансів, так і для НБУ. Конкретні суми боргу, за даними НБУ і Міністерства фінансів, суттєво відрізняються. Крім того, цей борг неоднорідний, його складові відрізняються як за валютою, так і за процентними ставками і умовами погашення. Більш того, цей борг не оформлений цінними паперами, і таким чином не може бути використаний для ринкових операцій. Коротше кажучи, це не той тип активів, який можна знайти в сучасному центральному банку. По суті, цей борг виник в 1991-1996 рр., в той час коли дефіцит бюджету фінансувався позиками НБУ.

На нашу думку, вже настав час розібратися з цим залишком часів монетарної і фіскальної нестабільності. А саме, ми пропонуємо створити комітет , що включатиме представників від Міністерства фінансів і НБУ для вироблення рекомендацій щодо того, як реструктуризувати борг. Ми вважаємо, що реструктуризований борг повинен бути деномінований в гривні. Також борг повинен бути оформлений цінними паперами і таким чином стати ринковим інструментом для НБУ. За терміном погашення ми пропонуємо розділити борг на дві частини. Одна частина нових цінних паперів повинна мати відносно короткий термін погашення - 1-3 роки, а решта цінних паперів повинна мати термін погашення 5-10 років. Найважливіше, доходність нових цінних паперів повинна бути порівнянна із ринковими умовами.

Крім чіткого відмежування сучасної ситуації від минулих часів нестабільності, сек'юритизація боргу уряду перед НБУ створить переваги як для НБУ, так і для Міністерства фінансів. НБУ отримає дуже важливий інструмент для проведення монетарної політики і боротьби з інфляцією. Крім того покращиться структура балансу НБУ. Міністерство фінансів зможе зменшити державний борг в іноземній валюті, прояснити ситуацію з нестандартними зобов'язаннями уряду, сприяючи, таким чином, покращенню кредитного рейтингу України. Крім того, сек'юритизація боргу урядом не потребує ніяких витрат. Також сек'юритизація буде сприяти розвитку фінансового сектору: нові цінні папери дозволять збільшити пропозицію і ліквідність на зараз неліквідному ринку державних облігацій. Також банки зможуть використовувати ці цінні папери як заставу на міжбанківському кредитному ринку, що сприятиме розвитку банківського сектору.

Зміст

1 Вступ

2 Походження і умови боргу

3 Економічні вигоди сек'юритизації

4 Конкретні Рекомендації

5 Висновки

1 Вступ

Зараз значна частина внутрішнього державного боргу України належить Національному банку України (НБУ) і обліковується на його балансі в необоротній формі. Отже, цей борг не підлягає обороту, тобто не може бути проданий (або пізніше викуплений назад) в рамках проведення монетарної політики НБУ, якщо цього вимагала б існуюча ситуація. За даними Міністерства фінансів, на 31 грудня 2006 року прямий державний борг склав 66,1 млрд. грн. або 12,30 ВВП, з яких 49,5 млрд. грн.(9,2% ВВП) заборговано зовнішнім кредиторам і 16,6 млрд. грн.(3,1% ВВП) отримано з внутрішніх джерел. Найбільша частина внутрішнього боргу, 8,9 млрд. грн.(1,7% ВВП) належить НБУ, тоді як решта 7,7 млрд. (1,4% ВВП) випущено у формі облігацій внутрішньої державної позики(ОВДП) і належить приватному сектору.

Така ситуація, коли значні суми державного боргу утримуються центральним банком у необоротній формі, не є особливою для України, а типова для країн СНД, у яких, після (гіпер)інфляційного емісійного фінансування державних бюджетів на початку 90-х років, центральні банки залишились із подібними зобов'язаннями уряду. За минулі роки було досягнуто згоди щодо того, що вирішення цієї проблеми могло б бути вигідним для країни з економічної точки зору. Деякі країни, такі як Грузія, недавно знайшли рішення, у той час як інші (в т.ч Україна), все ще намагаються знайти прийнятне рішення для всіх залучених державних органів влади.

Поточна ситуація в Україні, за якої більша частина внутрішнього боргу належить НБУ у формі неліквідних активів, є незадовільною з трьох головних причин. По-перше, НБУ зараз немає ліквідних внутрішніх активів, які могли б використовуватися для ведення монетарної політики (операцій на відкритому ринку). Державні цінні папери завжди дуже важливі для використання таких непрямих інструментів монетарної політики. По-друге, державні цінні папери виконують важливу роль як застава для кредитних операцій банків і інших фінансових установ. У випадку, якщо цей борг був би проданий, він міг би використовуватися як забезпечення по кредитах або по угодах репо, які могли в свою чергу сприяти розвитку міжбанківського кредитного ринку. По-третє, за даними Міністерства фінансів, поданими в першому абзаці, внутрішній ринок державних цінних паперів (сума ОВДП в обігу лише 1,4% від ВВП) є дуже малим і неліквідним. Через те що дуже обмежена пропозиція служить серйозною перешкодою для розвитку фінансового ринку[1], природнім кроком для збільшення пропозиції (а згодом і ліквідності) є сек'юритизація цього боргу.

Головна мета цієї роботи полягає в тому, щоб проаналізувати, як сек'юритизація цього боргу могла б допомогти перебороти вищезгадані недоліки, і які конкретні кроки повинні бути зроблені, щоб провести таку сек'юритизацію. Термін "сек'юритизація" використовується в цьому документі у своєму звичайному значенні, а саме перетворення неліквідних активів у оборотні цінні папери, тобто в облігації, які можуть бути вільно продані на вторинному ринку. Також, важливо відзначити, що ми в цій роботі розглядаємо переважно питання сек'юритизації, а не виплати цього боргу. НБУ, як і будь-який інший центральний банк в країні з перехідною економікою, повинен розвивати ефективний інструментарій монетарної політики для виконання поставлених цілей, і оборотні державні цінні папери - важлива частина такого інструментарію.

Ця робота побудована таким чином: у розділі 2 ми робимо короткий огляд джерел, кількості і та інших особливостей боргу Кабінету міністрів перед НБУ. У розділі 3 подано короткий огляд економічних вигод, пов'язаних з сек'юритизацією боргу. У розділі 4 розроблено конкретні рекомендації щодо реструктуризації боргу. Нарешті, розділ 5 звершає цю роботу.

2 Походження і умови боргу

Борг уряду перед НБУ може бути поділений на дві категорії відповідно до термінології НБУ: **внутрішній державний борг** і **державні цінні папери**. Із них внутрішній державний борг має дуже велику частку. У наступній таблиці подано деякі цифри:

[1] Дивіться також консультативну роботу V19 "Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена", лютий 2007, www.ierpc.org/ierpc/papers/v19_en.pdf

Таблиця 1
Внутрішній державний Борг на 31 грудня 2006 р., млн. грн.

Внутрішній державний борг в національній валюті	3568
Внутрішній державний борг в іноземній валюті	5474
Всього внутрішнього державного боргу (до створення резервів)	9042
Резерв під внутрішній державний борг	(518)
Всього внутрішнього державного боргу (після створення резервів)	**8524**

Джерело: Фінансова звітність НБУ за 2006 рік

Внутрішній державний борг, що належить НБУ, є результатом позичок в гривні і в іноземній валюті, наданих НБУ уряду для того, щоб фінансувати дефіцит державного бюджету в 1991-1996 рр. (в гривні) і 1995-1996 роках(в доларах США). Після фінансової кризи 1998 року Законом України "Про реструктуризацію боргу Кабінету міністрів перед Національним банком України"[2], прийнятим в квітні 2000 року була зроблена спроба забезпечити правову підставу для реструктурування цього боргу[3]. Відповідно до цього закону, частина боргу в іноземній валюті мала бути виплачена рівними частинами в 2002-2009 рр. без виплати відсотків. Однак, в 2001-2004 рр. Закони про державний бюджет на відповідний рік призупиняли цю виплату. Тільки в 2005-2006 рр. було виплачено по 253 млн. грн. для погашення цього боргу. Частину внутрішнього державного боргу в гривні за Законом потрібно буде виплатити рівними частинами щоквартально в 2010-2035 рр. Хоча Закон передбачає виплату процентної ставки 5% річних по боргу в гривні, але період виплати відсотків чітко не визначений, і тому процентний дохід з цього джерела не обліковується у звіті про фінансові результати НБУ.

Повертаючись до другої, набагато меншої частини заборгованості уряду перед НБУ, тобто державних цінних паперів, які також були випущені під час процесу реструктуризації після кризи 1998 року. На кінець 2006 року ці цінні папери були на суму 411 млн. грн. Більша частина цього боргу - безпроцентні цінні папери в гривні утримувані до погашення (на суму 395 млн. грн.), які повинні бути погашені в 2009-2010 рр. Частина в іноземній валюті (16 млн. грн. на 31 грудня 2006 р.) – це облігації зовнішньої державної позики в євро з доходністю 10%, які були повністю погашені на початку 2006 року.

Підбиваючи підсумок, ми бачимо, що борг уряду перед НБУ є досить значним. Він становить 6,4% загальних активів НБУ і 9,1% монетарної бази. Щодо його структури, ми побачили вище, що цей борг неоднорідний і відрізняється за валютою, процентною ставкою і умовами виплати. Крім того, непевність щодо правового статусу деяких частин боргу і затримки з його обслуговуванням та поверненням основної суми боргу надалі ускладнюють ситуацію.[4]

3 Економічні вигоди сек'юритизації

Як вже було сказано у вступі, сек'юритизація необоротних вимог центрального банку до уряду може мати декілька позитивних результатів для економіки. У цьому розділі ми зосередимось на чотирьох головних перевагах оборотності державного боргу перед центральним банком.

[2] Закон України № 1697-III від 20.04.2000
[3] Умови повернення позичок на загальну суму 129 млн. грн. виданих НБУ в 1991-1993 рр. уряду в національній валюті не передбачені законом. НБУ включає цей борг у свою фінансову звітність, проте створив резерви до цього боргу в повному розмірі, а Міністерство фінансів не включає його в свою статистику державного боргу. Це пояснює невелику розбіжність між даними Міністерства фінансів, поданими у вступі, і даними НБУ (третій рядок Таблиці 1)
[4] Проект Закону щодо змін до закону про реструктуризацію боргу уряду перед НБУ, розроблений НБУ, ще не подавався на розгляд до Верховної Ради.

а) Проведення монетарної політики

Операції на відкритому ринку (купівля-продаж державних цінних паперів і, що важливіше, угоди про продаж і зворотний викуп(репо[5])) є сьогодні головними інструментами центральних банків для проведення монетарної політики. У відповідності з кращими міжнародними підходами, наявність державних цінних паперів дозволила б НБУ проводити операції (репо і зворотні репо) з новими інструментами, які можуть використовуватися, щоб збільшувати або зменшувати ліквідність комерційних банків. Можливе вдосконалення монетарної політики виступає, таким чином, головним аргументом на підтримку сек'юритизації.

Зараз, в умовах майже повної прив'язки гривні до долара США, НБУ повинен продавати власні цінні папери (депозитні сертифікати на різні строки), коли потрібно обмежити монетарний вплив припливу іноземної валюти.[6] Зараз, коли чисті інтервенції НБУ з купівлі іноземної валюти становлять приблизно 200-500 млн. доларів США на місяць в 2007 році і маючи рекордний рівень міжнародних резервів, НБУ покладається на цей інструмент, щоб управляти ліквідністю. Стерилізація проводиться досить гнучко, оскільки вона досить швидко припиняє свій вплив через досить короткі строки, на які випускаються депозитні сертифікати (від 1 до 365 днів в 2006 році). Альтернативний і додатковий спосіб стерилізувати такі раптові припливи іноземної валюти може полягати у використанні державних цінних паперів. Якби НБУ мав оборотні державні цінні папери, то конкуренція між сертифікатами НБУ і ОВДП зменшилась би. Наявна фрагментація, коли цінні папери випускають і НБУ, і уряд одночасно, може привести до зменшення ліквідності для обох інструментів.[7]

б) Вплив на структуру балансу НБУ

Позитивним наслідком сек'юритизації стане також те, що баланс НБУ стане подібним до балансу будь-якого іншого сучасного центрального банку, у якого серед активів знаходяться оборотні державні цінні папери. Структура балансу стає "більш здоровою", оскільки значна частина активів перестане мати неповністю визначений правовий статус і стане звичайними цінними паперами. Це стане додатковим сигналом для учасників ринку, що НБУ має повну операційну можливість проводити монетарну політику відповідно до своїх цілей. Особливо в більш довгостроковій перспективі, коли можливо відбудеться перехід до таргетування інфляції, для проведення ефективної монетарної політики потрібно мати такі інструменти.

в) Розвиток міжбанківського кредитного ринку

Крім того, центральний банк може заохотити розвиток ринку репо між комерційними банками, використовуючи цінні папери, отримані після сек'юритизації, і збільшити частку кредитів із наданням забезпечення на міжбанківському кредитному ринку. Зараз ринок залишається недостатньо розвинутим через нестачу можливого забезпечення. Якщо банки отримають нові цінні папери, то покращення перерозподілу ліквідності між банками за допомогою забезпечених угод буде позитивно впливати на розвиток внутрішнього банківського й фінансового ринку.

г) Розвиток ринку облігацій

Після отримання НБУ нових ОВДП пропозиція на ринку ОВДП збільшиться. Як ми стверджували раніше[8], мала пропозиція ОВДП на ринку є основною причиною його неліквідності і тому призводить до високих витрат на запозичення. Таким чином, якщо НБУ вирішить продати частину своїх ОВДП на вторинному ринку, пропозиція ОВДП на ринку

[5] За угодою про купівлю і зворотний продаж (репо), покупець репо (=надає кошти) купує цінні папери від продавця репо (=отримує кошти), який водночас погоджується їх викупити за певною ціною в певний час. Зворотне репо - це та сама угода що і репо, тільки з точки зору іншого контрагента. Початковий продавець має право отримання процентних платежів за цінним паперами, що було в основі угоди

[6] Звичайно депозитні сертифікати також активно використовуються, коли відбуваються інші події, що впливають на монетарну базу, наприклад зміна коштів уряду на Казначейському рахунку.

[7] Докази на основі міжнародного досвіду на підтвердження цієї точки зору подані в "Bank for International Settlements Paper No. 30 [2003], pp. 82-98".

[8] Консультативна робота V19 "Валютна структура державного боргу України: чому частка облігацій у гривнях повинна бути збільшена", лютий 2007, www.ierpc.org/ierpc/papers/v19_en.pdf

збільшиться без проведення урядом нових запозичень. За рахунок цього може збільшитись ліквідність і зменшитись витрати на обслуговування боргу Міністерством фінансів. Більш розвинутий ринок внутрішніх державних облігацій має також вплив на трансмісію монетарних імпульсів в економіку, оскільки центральний банк зможе отримати важливу інформацію для прийняття рішень в сфері монетарної політики на основі спостереження за ринковою доходністю державних облігацій

4 Конкретні Рекомендації

На основі проведеного вище аналізу, ми наголошуємо на нашій підтримці спільного вирішення органами влади питання про реструктуризацію необоротного державного боргу перед НБУ. Тому, наша **ключова рекомендація** - сек'юритизація цього боргу повинна бути здійснена, оскільки очікуються важливі економічні вигоди.

Ми хочемо наголосити на важливій передумові успіху сек'юритизації перед тим, як переходити до рекомендацій щодо її безпосереднього проведення. Під час підготовки реструктуризації цього боргу і випуску нових цінних паперів для обертання на вторинному ринку, дуже важливо переконатись, що нові боргові інструменти мають доходність, що визначена на основі ринкової доходності подібних цінних паперів. Встановлення ринкової доходності для цих цінних паперів не становить фіскального ризику, оскільки як НБУ, так і Міністерство фінансів є складовими державного сектору і НБУ зобов'язаний за законом передавати надлишок доходів над видатками у Державний бюджет. Тому, якщо Міністерство фінансів почне обслуговувати борг за ринковими ставками, воно не втратить коштів, через те що вони повернуться у формі прибутків НБУ.

Ми маємо наступні рекомендації щодо проведення сек'юритизації:

Пропозиція 1: Встановлення юридичної основи

Єдині, чіткі і обов'язкові для всіх сторін обов'язкові правові норми є необхідними. Зокрема, у закон про реструктуризацію заборгованості потрібно внести зміни, якими буде забезпечено оборотність боргу уряду перед НБУ. Крім того, всі сторони повинні дотримуватись встановлених законом норм.

Пропозиція 2: Створення комітету

Двосторонній характер перетворення боргу у ринкові цінні папери робить переговори між органами влади неминучими. Просування може бути досягнуто тільки скоординованими зусиллями, не зачіпаючи законних інтересів будь-якої із сторін. Першим кроком для проведення змін, запропонованих в рекомендації 1, повинне стати створення комітету , у якому представлені зацікавлені сторони, тобто НБУ і уряд, представлений Міністерством фінансів. Завданням цієї групи повинно стати вирішення правових і технічних деталей сек'юритизації.

Пропозиція 3: Технічні деталі

Хоча конкретні умови випуску нових цінних паперів потрібно розробляти під час роботи комітету, ми можемо запропонувати ряд умов вигідних для обох сторін. Перша пропозиція стосується валюти нових цінних паперів. Сек'юритизація дозволяє уніфікувати валютну структуру боргу держави перед НБУ, тобто випустити нові облігації лише в гривні. Таким чином буде покращена структура боргу. Частка боргу в іноземній валюті знизиться, а частка боргу в гривні збільшиться. Як наслідок, через якийсь час кредитний рейтинг України покращиться, що сприятиме зменшенню затрат на обслуговування боргу для Міністерства фінансів. Крім того, збільшення пропозиції облігацій в національній валюті можливо буде сприяти розвитку фінансового ринку.

Визначаючи строк погашення цих інструментів повинні враховувати декілька факторів. Зараз довгостроковий сегмент ринку внутрішніх облігацій практично відсутній, а це не дозволило б

ефективно використовувати такі інструменти для проведення монетарної політики.[9] Тому певну частку облігацій потрібно випустити із різним строками погашення (наприклад 1-3 роки), що будуть подібними до вже випущених облігацій, створюючи більш ліквідну криву прибутковості, якщо ці облігації будуть продані на вторинному ринку. Таке рішення сигналізувало б всім учасникам ринку готовність уряду виконувати зобов'язання по цих облігаціях. Інша частина цінних паперів може мати довший строк погашення (наприклад 5-10 років), роблячи їхній продаж малоймовірним (хоча вони могли б використовуватися для операцій репо). Пізніше, коли ринок капіталу стане більш зрілим, ринковий потенціал цих облігацій теж покращиться. Крім того, коміет, створення якого ми пропонуємо, зможе надалі контролювати ситуацію, і міг би коректувати терміни погашення довгострокових облігацій за потреби. Такі зміни можуть бути скоординовані з майбутніми випусками облігацій Міністерством фінансів, якщо воно зможе витримати такий фіксований графік запозичень, і далі підтримали б розвиток ринку.

Як ми уже зазначали у вступі, проблема необоротного боргу уряду центральному банку досить поширена серед країн СНД. Це відображає широке розповсюдження (гіпер)інфляційного фінансування бюджетного дефіциту центральними банками країн регіону в першій половині 90-х років. Хоча деякі країни, такі як Молдова або Таджикистан, поки не змогли вирішити цю проблему, інші країни знайшли рішення. Досвід сек'юритизації боргу Грузії, що відбувся торік, є цікавим прикладом.

Вставка 1
Досвід сек'юритизації боргу: випадок Грузії

В 2006 році необоротний борг уряду Національному банку Грузії (НБГ) становив 833 млн. ларі. Недостача оборотних цінних паперів на балансі НБГ обмежила його здатність проводити монетарну політику. Проводячи політику гнучкого обмінного курсу, НБГ мав потребу в нових інструментах монетарної політики (як шляхом проведення купівлі-продажу, так і репо), щоб боротися з все ще високою інфляцією, що було його головною метою.
Нарешті 20 березня 2006 року, було досягнуто угоди між НБГ і урядом Грузії (представленого Міністерством фінансів) щодо сек'юритизації цього боргу. Борг на суму 833 млн. ларі буде поступово оформлений оборотними цінними паперами до 2025 р. Для початку в 2006 р. борг на суму 48 млн. ларі було оформлено як облігації строком від 1 до 5 років. Доход по цих облігаціях виплачуватиметься щоквартально на основі спільної оцінки НБГ і Міністерством фінансів ринкової процентної ставки (12% в 2006 р.; 10,5% в 2007 р. і 2008 р.). По несек'юритизованій частині боргу виплачуватиметься процентна ставку 5,5% річних (вона може змінюватись за згодою НБГ і міністерства фінансів).

Згодом, 8 грудня 2006 р. центральний банк почав використовувати тепер оборотні середньострокові державні облігації для проведення своїх операцій на відкритому ринку для стерилізації високого притоку іноземної валюти. Подальша мета центрального банку полягає в тому, щоб розвинути за допомогою цих інструментів активний і ліквідний вторинний ринок для внутрішніх державних облігацій.

Примітка: обмінний курс станом на 31.12.2006 - 1,7135 грузинських ларі за долар США.

5 Висновки

Метою цієї роботи був аналіз ситуації з необоротним боргом уряду перед НБУ, і запропонувати зміни до цієї ситуації, якщо вони призведуть до позитивних економічних наслідків.

Очевидно, що цілі політики НБУ і Міністерства фінансів відрізняються. НБУ займається підтримкою стабільності гривні і платоспроможності фінансової системи, а Міністерство

[9] Інший варіант - це збереження довгого строку погашення із встановленням плаваючої ставки із коротким періодом її перегляду. Такий підхід спрощує використання в репо (коли ціни встановлюються заздалегідь), але ускладнює її продаж через довгостроковість.

фінансів повинне мінімізувати витрати на фінансування дефіциту бюджету. Тим не менше, запропонована сек'юритизація стане вигідною для обох сторін.

Для НБУ подальше вдосконалення набору інструментів монетарної політики й розвиток міжбанківського кредитного ринку, що в свою чергу полегшує монетарну трансмісію, стане головним виграшем. Враховуючи можливу зміну режиму монетарної політики (переходу до таргетування інфляції), значення цих інструментів сильно збільшиться. Крім того, баланс НБУ після сек'юритизації виглядатиме стабільнішим і нагадувати баланс будь-якого іншого сучасного центрального банку. Це само по собі - внесок у фінансову стабільність.

Міністерство фінансів після повного врегулювання правового статусу боргу також отримає ряд переваг. Кредитори позитивно відреагують на зусилля по збільшенню прозорості структури боргу, оскільки із таким збільшенням прозорості фінансові ризики теж значно зменшаться. Крім того, запропоновані зміни щодо уніфікації валюти боргу могли б також сприяти покращенню кредитного рейтингу України, оскільки частка державного боргу в національній валюті збільшиться за рахунок державного боргу в іноземній валюті. Якщо ліквідність на вторинному ринку покращиться через збільшення пропозиції (без нових чистих запозичень), це також сприятиме зниженню витрат на фінансування бюджетних дефіцитів.

Автори: Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі й Віталій Кравчук

Київ/Берлін, червень 2007