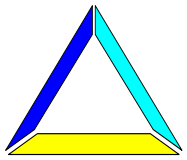
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні
Німецька Консультативна Група з Питань Економічних Реформ

01034 Київ, вул. Рейтарська, 8/5-А, тел. (+38044) 228-6342, 228-6360, факс 228-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



Т 10

Чи потрібно достроково повертати борг МВФ?

Резюме

Згідно з діючою угодою, повернення Україною Міжнародному валютному фонду (МВФ) боргу, що становить 1,8 млрд. доларів США, має відбуватися частинами до 2009 року. Нещодавно НБУ та Президент України запропонували виплатити цей борг у найближчі місяці. На користь дострокової виплати було висунуто два основні аргументи. По-перше, дострокове повернення має стати позитивним сигналом міжнародним інвесторам та, по-друге, дозволить країні заощадити гроші на виплаті відсотків.

Якби борг МВФ довелось виплатити зараз, валові міжнародні резерви НБУ зменшились би з 7,0 млрд. доларів США, що відповідає 3,5 місяцям імпорту, до 5,2 млрд. доларів США, або до 2,6 місяців імпорту. Отже, дострокова виплата боргу призвела би до зниження резервів від адекватного рівня вище 3 місяців імпорту до неадекватного рівня нижче 3 місяців імпорту. В результаті такого різкого скорочення резервів здатність НБУ здійснювати інтервенції на валютний ринок в екстремальних випадках значно знизилась би. Це, в свою чергу, буде негативним сигналом міжнародним інвесторам та підвищить вартість запозичень в іноземній валюті. І, нарешті, дострокова виплата навряд чи дозволить країні заощадити гроші. З огляду на ці причини, ми наполегливо рекомендуємо Уряду України прийняти рішення не повертати борг МВФ достроково.

Зміст

1. Вступ
2. Економічна роль офіційних резервів та критерії оцінки адекватності їх рівня
3. Який критерій адекватності є найбільш прийнятним для України сьогодні?
4. Який рівень резервів є прийнятним для України, якщо базуватись на критерії покриття імпорту?
5. Економічні наслідки дострокового повернення
6. Висновки

1. Вступ

Нещодавно Національний банк (НБУ) та Президент України запропонували достроково повернути Міжнародному валютному фонду (МВФ) весь борг. Загальний обсяг боргу України перед МВФ становить 1,8 млрд. доларів США, і згідно з діючою угодою має виплачуватися частинами до 2009 року. Відсоткова ставка гнучка і на сьогодні становить 2,03% річних. До цього боргу не висунуто жодних додаткових вимог.

На користь ідеї дострокового повернення боргу висунуто два головних аргументи. По-перше, це може стати позитивним сигналом для іноземних інвесторів. По-друге, це заощадить Україні гроші, бо скасує всі наступні відсоткові виплати. Рішення щодо здійснення або відхилення пропозиції щодо дострокової виплати боргу МВФ знаходиться виключно у компетенції Уряду України.

У даній роботі ми проаналізували, чи буде дострокова виплата боргу МВФ економічно доцільною для країни. Така виплата зменшить рівень валових міжнародних резервів НБУ ("офіційних резервів"). Тому ми почали наш аналіз з короткого огляду економічної ролі резервів та різних критеріїв їх адекватності (Розділ 2). У Розділі 3 ми вибрали найбільш прийнятний критерій адекватності для України на теперішній момент. У Розділі 4 ми проаналізували ефект впливу дострокової виплати на адекватність рівня резервів. У Розділі 5 ми визначили економічні наслідки дострокової виплати, а у Розділі 6 зробили висновки.

2. Економічна роль офіційних резервів та критерії оцінки адекватності їх рівня

Дострокова виплата боргу МВФ призведе до зменшення рівня валових міжнародних резервів. Тому перед тим, як аналізувати економічну доцільність такої виплати, необхідно визначити економічні функції резервів та встановити, чи дозволить обсяг резервів, що залишиться, виконувати ці функції. Офіційні резерви виконують дві взаємопов'язані функції:

> **Функція 1: Функція інтервенції.** Резерви визначають здатність Національного банку робити інтервенції на валютному ринку країни для підтримки національної валюти. Якщо за будь-яких причин попит на іноземну валюту перевищує пропозицію, виникає девальваційний тиск на національну валюту. У цьому випадку НБУ може здійснити інтервенцію на ринку та запропонувати іноземну валюту з своїх резервів, стабілізуючи, таким чином, обмінний курс. Ця функція резервів важлива для всіх країн, за виключенням тих, що використовують режим абсолютно вільно плаваючого валютного курсу.
>
> **Функція 2: Функція довіри.** Резерви не лише дозволяють НБУ робити інтервенції у випадку ринкового дисбалансу, але й сприяють підтриманню довіри іноземних кредиторів та резидентів. Для іноземних кредиторів високий рівень резервів є свідченням того, що країна здатна виконувати свої зовнішні зобов'язання; що, в свою чергу, є основою для зовнішніх запозичень. Як для резидентів, так і для іноземних кредиторів рівень резервів є певною гарантією того, що НБУ буде здатен здійснювати інтервенції на ринку та підтримувати національну валюту, таким чином зберігаючи її стабільність.

Очевидно, що обидві функції є важливими, тому метою має бути підтримання резервів на достатньому для виконання цих функцій рівні.

Перш ніж визначити, який рівень резервів є адекватним, ми маємо встановити джерела потенційного скорочення рівня резервів, тобто потенційного збільшення чистого попиту на іноземну валюту. Припускаючи, що поточна валютно-курсова

політика країни не зміниться, таке збільшення попиту фактично призведе до продажу резервів та, відповідно, скорочення їх рівня.

В цілому існує три джерела потенційного зростання чистого попиту на іноземну валюту:

Джерело 1: Зовнішня торгівля. У даному випадку нестабільність зовнішньої торгівлі головним чином означає нестабільність потоку товарів. Як значне зростання імпорту, так і значне скорочення експорту призводять до негативного сальдо торгового балансу, що означає збільшення чистого попиту на іноземну валюту та зменшення резервів.

Джерело 2: Мобільність міжнародного капіталу. Рух капіталу через кордон країни також може бути джерелом збільшення попиту на іноземну валюту. Особливої уваги вимагають потоки короткострокового капіталу, портфельні інвестиції та обсяг боргу країни, який має бути виплачений у короткостроковому періоду.

Джерело 3: Операції обміну готівкової валюти. Якщо багато резидентів одночасно і несподівано вирішать обміняти національну валюту на іноземну, це може створити девальваційний тиск на національну валюту. Поведінка резидентів залежить від їх довіри до стабільності національної валюти та від системи регулювання валютного ринку в країні.

Для оцінки цих джерел потенційних змін було розроблено три типи критеріїв адекватності резервів.

Критерій 1: На основі імпорту. Даний критерій бере до уваги вразливість країни до шоку з боку зовнішній торгівлі. Це особливо важливо для країн з доволі обмеженим доступом до міжнародних фінансових ресурсів, але значними обсягами торгівлі товарами з іншими країнами. Загальноприйнятим показником є покриття офіційними резервами країни принаймні трьох місяців імпорту країни.

Критерій 2: На основі боргу. Даний критерій бере до уваги вразливість країни до коливань у міжнародних потоках капіталу. Вважається, що резерви мають покривати принаймні всі боргові зобов'язання, які мають бути виконані протягом наступних 12 місяців.

Критерій 3: На основі грошей. Даний критерій бере до уваги потенційний тиск на національну валюту, що його можуть створити резиденти при обміні національної валюти на іноземну. Оскільки у цьому випадку мова йде про обсяги національної валюти в руках резидентів, загальним правилом є покриття резервами принаймні 10% монетарного агрегату М2 (широких грошей).

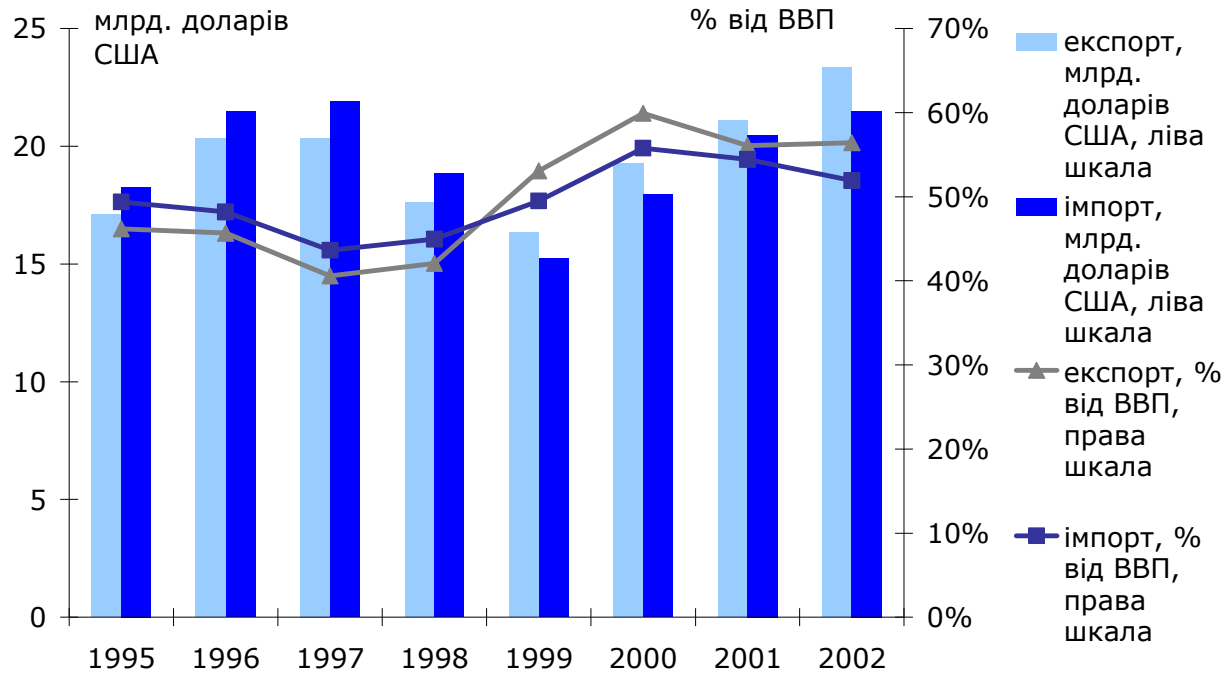
Цей набір критеріїв дозволяє здійснювати оцінку рівня офіційних резервів країни та визначати ступінь їх достатності. Однак різні критерії є важливими для різних країн. Тому наступним питанням є визначення критерію, який є найбільш прийнятним для України сьогодні.

3. Який критерій адекватності є найбільш прийнятним для України сьогодні?

Україна є дуже відкритою країною з огляду на зовнішню торгівлю: експорт та імпорт товарів та послуг складають більш ніж 50% ВВП кожен (Рис. 1). Наприклад, у 2002 році експорт становив 23,4 млрд. доларів США, тоді як імпорт 21,5 млрд. доларів США.

Рис. 1.

Зовнішня торгівля України товарами та послугами



Джерела: НБУ, Держкомстат, власні розрахунки

Однак структура як експорту, так і імпорту товарів є доволі проблемною. З одного боку, значну частку експорту займають продукція металургії та хімічної промисловості, яка є чутливою до змін у світових цінах та до антидемпінгових розслідувань. Тому експорті надходження можуть були досить невизначеним. З іншого боку, мінеральні продукти, попит на які є досить нееластичним, домінують у імпорті. На додаток, зростання інвестиційного попиту, ймовірно, стимулюватиме притік машин та обладнання, тобто прискорить зростання імпорту. Таким чином, позитивне сально торгового балансу не варто розглядати як щось постійне, що робить зовнішню торгівлю важливим чинником коливань обмінного курсу країни.

У той же час потоки іноземного капіталу, у тому числі короткострокового, в Україні сьогодні є дуже обмеженими. Існує система регулювання різних аспектів руху капіталу та функціонування валютного ринку. Наприклад, НБУ жорстко регулює купівлю іноземних цінних паперів, у тому числі й українських єврооблігацій[1], резидентами. Також НБУ запровадив регулювання купівлі національних цінних паперів резидентами у нерезидентів. Більш того, регулювання валютного ринку майже повністю виключає можливість купівлі іноземної валюти в країні з метою спекуляції. Як бачимо, можливі коливання обсягів капіталу, що перетинає кордон, є доволі обмеженими і жорстко відслідковуються, тому сьогодні такий рух не створює серйозної проблеми для України[2].

Третім можливим джерелом ризику є тиск з боку резидентів, якщо багато з них одночасно та несподівано вирішать обміняти національну валюту на іноземну. Ця ситуація є досить реалістичною, бо готівкові операції в обмінних пунктах можуть

[1] У жовтні 2003 року Голова НБУ оголосив про плани дозволити резидентам купувати українські єврооблігації. Деталі наведено у консультативній роботі Т7.

[2] Однак важливість руху капіталу через кордон може зрости у майбутньому, бо зараз України збільшує свою присутність на міжнародних ринках капіталу. У цьому випадку критерії на основі імпорту та на основі боргу необхідно буде використовувати як взаємодоповнюючи для оцінки адекватності резервів.

здійснюватися практично без обмежень, а масовий обмін дійсно відбувався, наприклад, протягом фінансової кризи 1998 року. Однак, ймовірно, обсяг такого обміну буде достатньо обмеженим, а ситуація керованою.

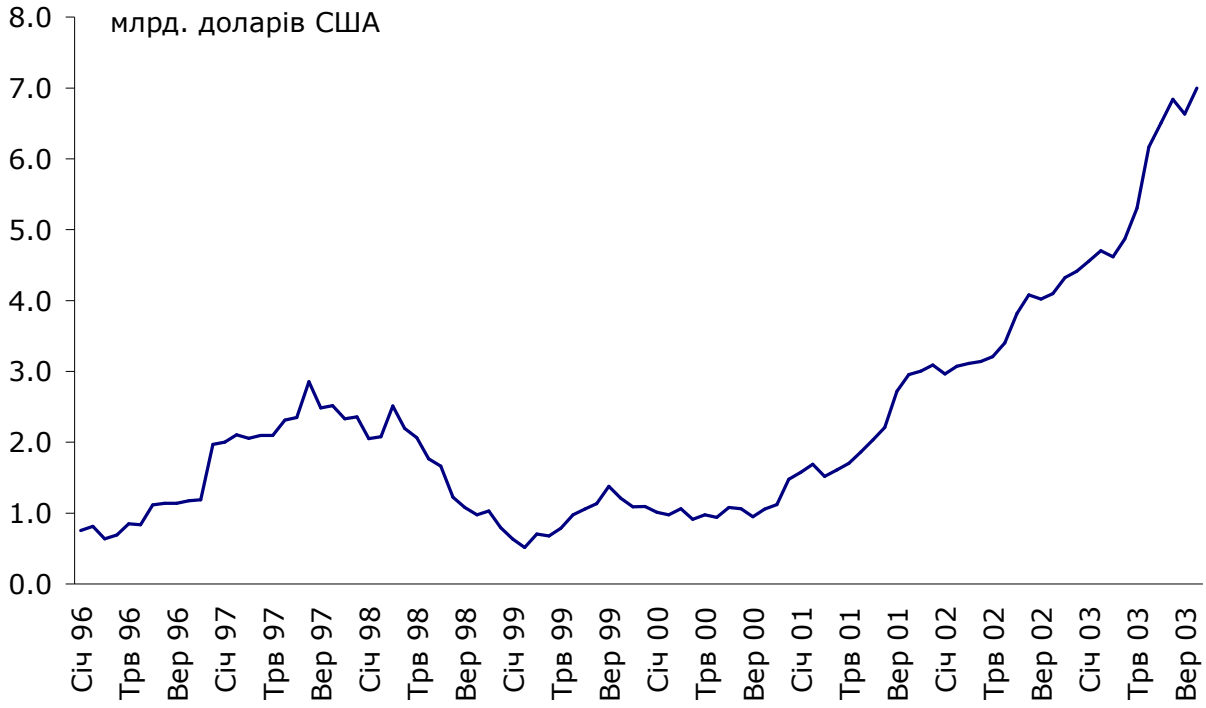
Таким чином, ми можемо зробити висновок, що найбільш важливим критерієм адекватності резервів для України сьогодні є покриття імпорту.

4. Який рівень резервів є прийнятним для України, якщо базуватись на критерії покриття імпорту?

Україна почала накопичувати резерви з часів створення Національного банку, тобто запровадження незалежної монетарної політики. До середини 1997 року офіційні резерви досягли майже 3,0 млрд. доларів США та покривали близько 1,5 місяців імпорту. Та, як це чітко показала фінансова криза 1998 року, ці резерви можуть швидко скорочуватися: з січня по жовтень 1998 року вони впали на більш ніж 50% з 2,1 млрд. доларів США до 0,9 млрд. доларів США (Рис. 2). З того часу рівень резервів постійно відслідковується, а НБУ здійснює політику, спрямовану на подальше накопичення офіційних резервів. На початку жовтня 2003 року валові офіційні резерви складали близько 7,0 млрд. доларів США.

Рис. 2.

Валові офіційні резерви



Джерела: МФС, НБУ, власні розрахунки

Цей рівень відповідає близько 3,5 місяцям імпорту товарів та послуг (Рис. 3), тобто незначною мірою перевищує мінімальний бажаний рівень резервів. Необхідно зауважити, що Україна лише нещодавно досягнула такого рівня, і що він є тільки мінімумом. Наприклад, останні шість років Польща утримує офіційні резерви на рівні, що покриває біля 6,3 місяців імпорту. Таким чином, досягнення мінімального бажаного рівня не є гарантією достатності резервів для виконання їх функцій. Це в

першу чергу стосується функції довіри, бо важко підтримувати довіру до надійності системи, якщо вона балансує на межі мінімальних вимог.

Також необхідно взяти до уваги, що рівень резервів, необхідний для покриття трьох місяців імпорту, не є зафіксованим у часі. При ймовірному збільшенні імпорту у майбутньому країна потребуватиме більш високого рівня резервів для дотримання критерію покриття імпорту. До того ж, якщо імпорт зростатиме швидше за експорт та торговий баланс стане негативним, накопичення нових резервів суттєво ускладниться. Тому дуже важливим є утримання резервів на рівні, що перевищує мінімально бажаний рівень.

Рис. 3.

Офіційні резерви у місяцях імпорту



Джерела: НБУ, власні розрахунки

Що відбудеться з валовими резервами країни, якщо борг МВФ буде повернуто достроково? Прихильники дострокового повернення пропонують не один, а декілька графіків можливої виплати. Одні схиляються до виплати до кінця 2003 року, тоді як інші пропонують виплатити борг протягом 12 місяців частинами по 150 млн. доларів США. Відповідно, ми потребуємо припущення про дійсне значення "дострокового повернення". Для цієї роботи ми припускаємо, що "дострокове повернення" значить виплату всього обсягу боргу МВФ зараз. Таке припущення можна обґрунтувати за допомогою трьох наступних аргументів. По-перше, всі пропозиції розглядають виплату протягом короткого, якщо не дуже короткого, періоду часу, що схоже на виплату сьогодні. По-друге, для оцінки ефекту виплати у майбутньому (на противагу виплаті сьогодні) необхідно використовувати *очікування* щодо майбутнього. В той час як оцінюючи виплату, що відбудеться сьогодні, ми уникаємо використання очікувань та можемо повністю ґрунтуватися на фактах. По-третє, навіть якщо Україна не здійснить всієї виплати зараз, вона візьме на себе зобов'язання щодо такої виплати у наступні місяці з повною або майже повною відсутністю простору для подальших змін.

Зараз середньомісячний імпорт товарів та послуг в Україну становить 2,0 млрд. доларів США, тоді як поточний рівень офіційних резервів складає біля 7,0 млрд. доларів США, що покриває 3,5 місяці імпорту. У випадку виплати МВФ 1,8 млрд. доларів США боргу, рівень резервів скоротиться до 5,2 млрд. доларів США. Тоді рівень покриття імпорту впаде до 2,6 місяців імпорту (Рис. 3). Цей рівень очевидно не є достатнім для повного виконання резервами функцій інтервенції та довіри.

5. Економічні наслідки дострокового повернення

На основі проведеного аналізу можна зробити висновок, що дострокове повернення боргу МВФ у повному обсязі призведе до зменшення офіційних резервів з адекватного до неадекватного рівня. Таким чином, ми маємо справу з *критичним* зменшенням офіційних резервів. Тепер звернемося до аналізу економічних наслідків такого критичного зниження резервів.

Перший наслідок стосується функції інтервенції. Критичне зменшення валових резервів може значно погіршити здатність НБУ здійснювати інтервенції на валютному ринку у екстремальному випадку. Відповідно здатність НБУ гарантувати стабільність гривні у випадку великого негативного шоку очевидно скоротиться.

Другий наслідок пов'язаний з функцією довіри до офіційних резервів. Зменшення резервів до критичного рівня буде негативним сигналом для іноземних інвесторів. Як результат, доходність українських єврооблігацій матиме тенденцію до зростання, збільшуючи вартість обслуговування наступних випусків єврооблігацій. Такий погляд вже був висловлений ведучими міжнародними інвестиційними банками та рейтинговими агенціями. Таким чином, один з аргументів на користь достроково повернення, що був запропонований українськими офіційними особами, не може розглядатися як дійсний: дострокове повернення буде негативним, а не позитивним сигналом для іноземних інвесторів.

Звернемося до другого аргументу, висунутого на підтримку дострокового повернення? Чи це збереже гроші для країни? У випадку дострокового повернення Україна обов'язково заощадить майбутні відсоткові виплати до МВФ. Однак вона отримає набагато менше грошей від інвестування її резервних активів. Таким чином, аргумент щодо збереження грошей лише тоді залишається актуальним, якщо вартість обслуговування боргу перевищує дохід від його інвестування. Як вже згадувалося, вартість боргу МВФ зараз складає 2,03% річних. Офіційні резерви мають інвестуватися у надійні та ліквідні інструменти. Через це ставка доходності за резервами є традиційно низькою. Однак не всі резерви повинні мати однаковий рівень ліквідності. Перша частина резервів обов'язково повинна бути найбільш ліквідною (готівка та депозити до запитання). Наступна частина вимагає трохи нижчого рівня ліквідності (дуже короткострокові депозити), і так далі. У випадку дострокового повернення НБУ втратить останню частину резервів, що має (або може мати) ще меншу ступінь ліквідності і, відповідно, вищу доходність. Зважаючи на це, ми вважаємо, що НБУ має бути здатним отримати ставку доходності на ці граничні 1,8 млрд. доларів США своїх резервів, яку можна буде порівняти з відсотковою ставкою МВФ. Досягнення цього потребуватиме певного покращення управління резервами НБУ. Однак таке покращення можливе навіть у короткотерміновому періоді. Тому у випадку дострокового повернення боргу заощаджена сума буде дуже малою, або не буде заощаджено нічого. Відповідно, актуальність аргументу збереження грошей також є доволі дискусійною.

Останнім, хоча не менш важливим, є те, що дострокова виплата боргу може мати негативний вплив на поточні переговори між Україною та МВФ щодо нової програми попереджувального stand-by. Офіційно ці два питання ніяк не пов'язані між собою. Однак члени Ради МВФ можуть запитати себе: Чи дійсно Україна потребує нової кредитної лінії? Якщо так, навіщо вони повернули існуючий кредит достроково? В

той же час неспроможність підписати нову угоду з МВФ може стати додатковим негативним сигналом для іноземних інвесторів.

6. Висновки

Після тривалого періоду утримання небезпечно низького рівня офіційних резервів Україна нарешті змогла перетнути межу 3 місяців покриття імпорту, що зазвичай розглядається як мінімальний рівень адекватності резервів. Це досягнення сприяло підвищенню довіри до національної валюти та успішному розміщенню єврооблігацій за відносно низькими відсотковими ставками, що було здійснено протягом останніх місяців.

Запропоноване дострокове повернення боргу МВФ призведе до повернення України до рівня резервів нижче 3 місяців імпорту. Це критичне зниження резервів може суттєво вплинути на здатність НБУ здійснювати інтервенції на валютному ринку в екстремальному випадку та підтримувати стабільність гривні (функція інтервенції). На додаток, це негативно вплине на довіру резидентів та іноземних інвесторів до країни та її валюти (функція довіри). Крім того, це не допоможе заощадити гроші або заощадить дуже незначну суму.

Наш висновок, що дострокове повернення боргу МВФ не є в *економічних* інтересах країни. Якщо з *політичних* міркувань уряд вирішить повернути борг, тоді Україна має спробувати домовитися про гнучкий графік повернення, щоб зменшити економічні ризики, які пов'язані з таким рішенням. Однак базуючись на нашому економічному аналізі, ми наполегливо рекомендуємо Уряду України прийняти рішення не повертати борг МВФ достроково.

Р. Д., В.М., рецензент: Ф.П.

Жовтень 2003 року