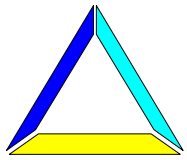
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПОЛІТИЧНИХ КОНСУЛЬТАЦІЙ В УКРАЇНІ
НІМЕЦЬКА КОНСУЛЬТАТИВНА ГРУПА З ПИТАНЬ ЕКОНОМІЧНИХ РЕФОРМ

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 7

Чи слід дозволити резидентам в Україні купувати українські єврооблігації?

Резюме

В лютому 2003 року НБУ вирішив значно посилити регулювання щодо операцій резидентів з українськими єврооблігаціями. На практиці нове законодавство призвело до заборони купівлі єврооблігацій резидентами. На нашу думку, це рішення було неправильним, і сьогодні слід не забороняти, а пом'якшувати норми регулювання. Пом'якшення регулювання призведе до більшої стабільності та прибутковості банківського сектору, стимулюватиме розвиток ринків капіталів, сприятиме становленню приватних пенсійних фондів, покращить майбутній рахунок поточних операцій України і зменшить довгострокову ціну державного боргу. Більш того, беручи до уваги поточну ситуацію на валютному ринку, пом'якшення регулювання не призведе до зовнішньої та макроекономічної нестабільності а навпаки може стабілізувати ринок через зменшення ризику ревальвації та інфляції. Таким чином, ми наполегливо рекомендуємо НБУ лібералізувати регулювання щодо операцій з єврооблігаціями. Крім того, лібералізацію треба проводити найближчим часом для того, щоб скористатися сприятливою ситуацією.

Зміст:

1. Вступ
2. Поточні норми регулювання операцій з єврооблігаціями
3. Економічні ефекти лібералізації норм регулювання
    3.1 Вплив на зовнішню та макроекономічну стабільність
    3.2 Вплив на вартість державних запозичень
    3.3 Вплив на платіжний баланс
    3.4 Вплив на фінансовий сектор
4. Висновки та рекомендації

1. Вступ

Обмеження потоку капіталів через кордон та операції на валютному ринку, як-то обмеження на операції українських резидентів з єврооблігаціями, мають свої переваги та недоліки. Головною метою обмежень є забезпечення зовнішньої та макроекономічної стабільності (*перевага*). Але через обмеження певних видів операцій економічних агентів регулювання може призвести до зниження їх ефективності та, відповідно, уповільнення економічного зростання (*недоліки*). Розмір переваг та недоліків певних обмежень в певній країні залежить від економічного стану в цій країні. Так, певне обмеження може бути корисним у один період часу, але шкідливим за інших обставин. Таким чином, урядовці повинні постійно аналізувати, чи є доцільними існуючи обмеження на потоки капіталів та на валютному ринку.

У 1998 році в Україні відбулася серйозна зовнішня та макроекономічна криза. Українська валюта, яка була прив'язана до долара США, втратила значну частину своєї вартості, і від старої валютної системи прийшлось відмовитися. У відповідь на цю кризу уряд ввів декілька обмежень для того, щоб зменшити попит і збільшити пропозицію іноземної валюти. Ці обмеження, у комбінації зі здоровою монетарною та валютною політикою, а також обережною фіскальною політикою, призвели до значної зовнішньої та макроекономічної стабілізації в країні. Але з часів введення обмежень економічна ситуація значно змінилася. Колишній девальваційний тиск на гривню перетворився на загрозу ревальвації. Крім того, офіційні золотовалютні запаси знаходяться на рекордно високому рівні. Більш того, Україна не має офіційної системи обмінного курсу, тобто не має зобов'язання робити інтервенції на валютному ринку для підтримки обмінного курсу гривні на певному рівні. Ці зміни у зовнішньому та макроекономічному становищі країни вказують на значне зменшення переваг від обмежень. Таким чином, деякі обмеження, які були корисними до сьогоднішнього часу, зараз можуть стати шкодливими для економіки.

В лютому 2003 року НБУ переглянув норми регулювання щодо операцій резидентів з єврооблігаціями. Але замість пом'якшення цих обмежень, як слід було очікувати при стабілізації в країні, НБУ ввів значно суворіші обмеження. Ступень обмежень є настільки великим, що слід говорити про *de facto* заборону операцій резидентів з єврооблігаціями. Це призвело до критики з боку деяких комерційних банків і до активного обговорення цього питання. В цій роботі ми висловлюємо наший погляд на цю проблему. В частині 2 ми описуємо існуючі норми регулювання. В частині 3 ми аналізуємо економічні ефекти лібералізації на макроекономічну та зовнішню стабільність, на ціну державного боргу, на платіжний баланс та на фінансовий сектор України. В частині 4 ми робимо висновки та формулюємо рекомендації.

2. Поточні норми регулювання операцій з єврооблігаціями

До лютого 2003 року операції резидентів з єврооблігаціями регулювались постановою Кабінету Міністрів[1]. Резиденти мали отримати індивідуальну ліцензію на кожну операцію з єврооблігаціями. На практиці вся процедура ліцензування була досить складною. Як результат, попит на єврооблігації був не дуже великим. В 2002 році лише 3 резиденти проводили операції з єврооблігаціями.

В лютому 2003 року НБУ ввів нові норми регулювання, які на практиці забороняють купівлю єврооблігацій резидентами.[2] По-перше, тільки резиденти, які вже мають необхідну валюту, можуть купити єврооблігації. По-друге, єврооблігації можна продати лише за національну валюту, навіть нерезидентам. Таким чином, купівля єврооблігації призводить до заміни валютних коштів на гривневі. По-третє, робота за

[1] Див. Декрет Кабінету Міністрів № 17 від 19 лютого 1993 року "Про систему валютного регулювання та валютного контролю".

[2] Див. Постанову НБУ № 35 від 29 лютого 2003 року "Про затвердження Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України". За офіційними твердженнями, ця постанова мала стимулювати розвиток ринку єврооблігацій в Україні. Однак насправді послуговувалася обмеженню відтоку капіталу за кордон.

документами для отримання індивідуальної ліцензії від НБУ значно збільшилась. Так, резиденти повинні надати договір купівлі єврооблігацій і копію реєстраційного свідоцтва нерезидента – продавця єврооблігацій. Після отримання всіх документів НБУ приймає рішення щодо надання індивідуальної ліцензії протягом 30 днів.

В результаті запровадження нових норм регулювання операції резидентів з єврооблігаціями практично припинились: починаючи з лютого лише один комерційний банк звернувся до НБУ за ліцензією. Як показано у Вставці 1, жорстке регулювання операцій резидентів з єврооблігаціями не співпадає з політикою декількох прогресивних країн СНД та східноєвропейських країн.

Вставка 1. Досвід країн Центральної та Східної Європи щодо регулювання обігу єврооблігацій.

Росія. Резиденти не повинні отримувати спеціальну ліцензію для купівлі російських єврооблігацій. Найбільшим гравцем на цьому ринку є державний пенсійний фонд; недержавні пенсійні фонди та інвестиційні фонди також збільшують інвестиції в російські єврооблігації. Торгівля ведеться лише на біржах, але широко дискутується можливість позабіржових торгів.

Казахстан. Резидентам дозволяється інвестувати в казахські єврооблігації. Найбільшим інвестором є пенсійні фонди та комерційні банки: вони тримають близько 50% казахських єврооблігацій. Платежі між резидентами дозволяються лише в національній валюті. Торгівля проводиться лише на біржі.

Угорщина, Чехія, Словаччина*, деякі інші країни з перехідною економікою*. Не існує обмежень щодо операцій резидентів з єврооблігаціями.

3. Економічний ефекти лібералізації норм регулювання

Економічний вплив пом'якшення існуючих обмежень на операції з єврооблігаціями є всеохоплюючим та досить складним. Ми вирішили сконцентруватись на чотирьох позиціях, які є найбільш важливими для економіки: вплив на макроекономічну та зовнішню стабільність, на ціну держаних запозичень, на платіжний баланс та на фінансовий сектор.

3.1 Вплив на макроекономічну та зовнішню стабільність

Головним питанням, на яке треба відповісти в цій роботі є чи буде лібералізація загрозою макроекономічній та зовнішній стабільності країни. Для відповіді на це питання необхідно окремо розглянути короткостроковий та довгостроковий періоди.

У короткостроковому періоді чиста купівля єврооблігацій резидентами може бути досить значною. Це призведе до підвищення попиту на іноземну валюту і до девальваційного тиску на гривню. Таким чином, головне питання полягає у тому, чи буде мати девальваційний тиск дестабілізуючий ефект на економіку. На нашу думку девальваційний тиск не призведе до дестабілізації економіки. Беручи до уваги сьогоднішній стан валютного ринку, девальваційний тиск може насправді призвести до більшої, а не до меншої стабільності у короткостроковому періоді. Для того, щоб підтвердити цю точку зору, ми маємо розглянути поточний стан валютного ринку та варіанти дій НБУ.

При існуючому обмінному курсі на рівні 5,33 грн./дол. США попит на іноземну валюту є меншим, ніж пропозиція, що створює ревальваційний тиск на гривню. У НБУ є три варіанти вирішення "проблеми ревальвації". По-перше, НБУ може дозволити гривні ревальвувати (варіант ревальвації). По-друге, Національний банк може купувати іноземну валюту на валютному ринку (варіант інтервенцій). По-третє, НБУ може лібералізувати норми регулювання зовнішньої торгівлі та потоки капіталу (варіант лібералізації).

Значна *ревальвація* гривні погіршить конкурентну позицію українських виробників і матиме негативний ефект на торговий баланс.[3] Таким чином варіант ревальвації може дестабілізувати зовнішньоекономічний стан країни. Протягом останніх трьох років НБУ майже повністю покладався на *інтервенції* для зниження девальваційного тиску на гривню. На нашу думку, ця політика була дуже виваженою, беручи до уваги дуже низький рівень міжнародних резервів після кризи 1998 року та обмежений інфляційний ефект інтервенцій протягом останніх двох років. Але подальше використання виключно інтервенцій для боротьби з проблемою ревальвації не є доцільним. По-перше, міжнародні резерви досягли рекордного рівня і їх подальше значне накопичування не є питанням номер один.[4] По-друге, чиста купівля іноземної валюти означає створення грошей і приводить до загрози високої інфляції та макроекономічної нестабільності. Той факт, що зв'язок між емісією грошей та інфляцією був досить слабким протягом останніх двох років не означає, що він не з'явиться знов. Пом'якшення обмежень на операції з єврооблігаціями (варіант *лібералізації*) не несе в себе макроекономічних та зовнішніх ризиків. Звичайно, якщо додатковий попит на іноземну валюту, який виникне в результаті лібералізації, значно перевищить існуючу надлишкову пропозицію, може статися девальвація гривні та зовнішня нестабільність. Але, як ми очікуємо, додатковий попит на гривню не перевищить надлишкову пропозицію[5]. Таким чином, лібералізація операцій з єврооблігаціями в короткостроковому періоді допоможе вирішити проблему ревальвації та не призведе до дестабілізації. Цей варіант також допоможе запобігти погіршенню торгового балансу та підвищенню інфляції, пов'язаному з інтервенціями.

В довгостроковому періоді ефект лібералізації на чистий попит на іноземну валюту буде досить обмеженим. По-перше, резиденти будуть не тільки купувати єврооблігації у нерезидентів, але й продавати їх нерезидентам. По-друге, якщо виважена фіскальна політика буде продовжуватись, обсяг єврооблігацій значно не зросте, на відміну від зовнішньої торгівлі та прямих іноземних інвестицій. Таким чином, лібералізація операцій з єврооблігаціями не загрожує макроекономічній та зовнішній стабільності ані в короткостроковому, ані в довгостроковому періоді.

3.2 Вплив на вартість державних запозичень

Для цілей нашого дослідження цінні папері, які випускаються українським урядом, можна розділити на дві групи: внутрішні цінні папери та єврооблігації[6]. На сьогодні резиденти України можуть купувати внутрішні цінні папери, але не єврооблігації. Якщо ці обмеження будуть пом'якшені, тоді єврооблігації та внутрішні цінні папери стануть *взаємозамінними* для українських резидентів. Таким чином, для того, щоб

---

[3] Як ми неодноразово підкреслювали у минулому (див. нашу консультативну роботу S1 "Девальвувати чи не девальвувати: це *не* питання "), конкурентна позиція країни залежить від реального ефективного обмінного курсу, а не від номінального обмінного курсу щодо долару США. Протягом останнього року реальний ефективний обмінний курс значно не змінився. З одного боку гривня девальвувала відносно євро, але з іншого боку інфляція в Україні була значно вища за інфляцію в Євро-зоні та в США. Відповідно, значна ревальвація гривні по відношенню до долара США означатиме реальну ефективну ревальвацію і зашкодить торговому балансові.

[4] Станом на кінець липня 2003 року офіційні резерви складали 6,5 млрд. доларів США, що відповідає 3,5 місяцям імпорту.

[5] Як стверджують банкіри, внутрішній попит на єврооблігації в межах існуючих позицій по іноземним валютам може досягнути 100 млн. доларів США, тоді як попит в межах позиції по національній валюті складатиме близько 150 млн. доларів США. Таким чином, після пом'якшення обмежень чистий попит на іноземну валюту у короткостроковому періоді зросте на приблизно 150 млн. доларів США. Цей показник доволі низький, якщо порівнювати його з більш ніж 2,2 млрд. доларів США чистої купівлі іноземної валюти НБУ з початку року.

[6] Станом на кінець липня 2003 року номінальна вартість внутрішніх цінних облігацій (у тому числі ПОВДП) складала 10,2 млрд. грн., тоді як відповідний показник для єврооблігацій був 15,9 млрд. грн.

оцінити вплив лібералізації на ціну державних запозичень, треба розглядати не тільки ринок єврооблігацій, але й ринок внутрішніх цінних паперів.

Пом'якшення обмежень буде мати *два* шляхи впливу на попит на державні цінні папери. Деякі інвестори, які тримають внутрішні цінні папери, захочуть купити єврооблігації замість внутрішніх облігацій. Таким чином, попит на єврооблігації зросте, а попит на внутрішні цінні папери впаде (ефект *заміни*). Але деякі потенційні інвестори, яки в минулому не купували цінні папери, почнуть купувати єврооблігації. Таким чином, загальний попит на державні цінні папери зросте (ефект *рівня*). Зростання загального попиту не є випадковим, якщо взяти до уваги тій факт, що внутрішні цінні папери і єврооблігації не є абсолютними замінниками. Перші є не ліквідними [7], деноміновані в гривні і розглядаються інвесторами як досить ризиковані. Інші навпаки дуже ліквідні, деноміновані в іноземній валюті та розглядаються інвесторами як відносно безпечні.

Зміни попиту на державні цінні папери призводять до змін цін та дохідності *вже існуючих* цінних паперів: ціна єврооблігацій підвищується, а доходність зменшується; ціна ж на внутрішні цінні папери зменшується, а дохідність збільшується. Але це не має впливу на вартість вже існуючого боргу, оскільки процентні платежі по ньому не залежать від цін та дохідності цінних паперів. Вплив на ціну запозичень може відбутися лише у випадку нових запозичень. В короткостроковому періоді уряд планує випуск лише внутрішніх цінних паперів, але не єврооблігацій. Таким чином, вартість внутрішніх запозичень зросте, а вартість запозичень через єврооблігації не зміниться. Тобто, пом'якшення обмежень на операції з єврооблігаціями *в короткостроковому періоді* збільшить вартість державних запозичень. Але *в середнє строковому і довгостроковому періоді* зростання загального попиту на державні цінні папери повинно призвести до зменшення вартості запозичень.

На нашу думку, негативний короткостроковий вплив лібералізації на вартість державних запозичень буде компенсований у середнє та довгостроковому періоді. Крім того, можливе короткострокове зростання вартості запозичень, найбільш імовірно, не призведе до загрози для фіскальній стабільності країни, беручи до уваги поточну здорову фіскальну ситуацію. *Таким чином, ми робимо висновок, що пом'якшення обмежень на операції з єврооблігаціями буде мати позитивний ефект на вартість державних запозичень.*

Крім позитивних моментів ми повинні вказати на певні фіскальні ризики, що пов'язані з лібералізацією операцій з єврооблігаціями. Як ми вказували раніше, пом'якшення обмежень зменшить доходність єврооблігацій та збільшить доходність внутрішніх цінних паперів. В результаті зміни доходності уряд може вирішити збільшити запозичення через єврооблігації і зменшити через внутрішні цінні папери. На нашу думку, це не буде вірним рішенням. Єврооблігації є досить ризикованим видом боргу через його деномінацію в іноземній валюті. Зростання запозичень в єврооблігаціях призведе до збільшення ризику девальвації і може привести до фіскальної нестабільності. Таким чином, замість збільшення запозичень в єврооблігаціях, уряд має зосередитися на зменшені вартості внутрішніх запозичень через покращення досить поганої репутації внутрішніх державних цінних паперів.

3.3 Вплив на платіжний баланс

На сьогодні операції з єврооблігаціями на вторинному ринку не впливають на платіжний баланс України, оскільки в них беруть участь лише нерезиденти. Якщо обмеження скасують, на вторинному ринку будуть відбуватися наступні три типи операцій.[8]

Тип 1: Резиденти купують єврооблігації у нерезидентів

[7] Вторинний ринок внутрішніх держаних облігацій майже не існує.

[8] Вплив на платіжний баланс від пом'якшення обмежень аналогічний як на *первинному*, так і на *вторинному* ринках. Тому ми розглядаємо лише вплив на вторинному ринку.

Тип 2: Резиденти продають єврооблігації нерезидентам

Тип 3: Резиденти проводять операції з єврооблігаціями між собою

З точки зору платіжного балансу тип 3 не має значення, оскільки в ньому беруть участь лише резиденти[9]. Таким чином, для аналізу залишаються опції 1 та 2. Починаючи з гіпотетичної дати лібералізації, кумулятивна купівля єврооблігацій резидентами у нерезидентів (тип 1) буде більше, ніж кумулятивний продаж єврооблігацій резидентами нерезидентам (тип 2).[10] Таким чином, кількісний ефект лібералізації на платіжний баланс буде таким самим, як і ефект операцій типу 1. Тому ми зосередили увагу на питанні впливу купівлі єврооблігацій резидентами у нерезидентів.

Купівля українських єврооблігацій резидентами у нерезидентів еквівалентна достроковому погашенню зобов'язань української економіки перед іноземними країнами. В результаті портфельні зобов'язання української економіки перед рештою світа зменшується. Більш того, наступні відсоткові платежі українського уряду будуть отримані не нерезидентами, а резидентами. Це призведе до покращення позиції "відсоткові платежі" і, відповідно, покращення рахунку поточних операцій, до якого належить ця позиція.

На нашу думку, зменшення зовнішніх *портфельних* зобов'язань[11] української економіки і покращення рахунку поточних операцій матимуть позитивний вплив на Україну. Дехто може зауважити, що дострокові виплати будуть означати відтік капіталу з України. На їх думку, це призведе до збільшення відсоткових ставок та зменшення інвестиційного та економічного зростання в Україні. Цей досить однобокий погляд не підтримується нещодавньою економічною історією України. В період 1995-1998 років, протягом якого чистий притік капіталу був досить великим, економічний розвиток країни був далеким від ідеального і закінчився серйозною кризою. В період між 1999 роком і до сьогодні, який супроводжується великим профіцитом рахунку поточних операцій і великим відтоком капіталу, економічна ситуація значно покращилась. Таким чином, ми не приймаємо цієї негативної точки зору і робимо висновок, що лібералізація операцій з єврооблігаціями буде мати позитивний ефект на платіжний баланс України.

3.4 Ефект на фінансовий сектор

Фінансові інституції в Україні на сьогодні мають дуже обмежений вибір інструментів. Так, на внутрішньому ринку не існує відносно безпечного довгострокового інструменту. Лібералізація операцій з єврооблігаціями надасть фінансовим установам вибір інструментів і запропонує досить безпечний довгостроковий інструмент. Це покращить ситуацію різних груп фінансових установ в Україні.

Комерційні банки зможуть покращити своє (короткострокове) управління ліквідністю і (довгострокові) портфельні інвестиції. Через це банки зможуть покращити свою ефективність і підвищити прибутки, що призведе до зниження відсоткових ставок та зростання інвестицій. Єврооблігації також цікаві *Фонду гарантування вкладів*. На сьогодні Фонд інвестує свій капітал лише в національній валюті, в той час як 40% гарантованих депозитів деноміновані в іноземній валюті. Таким чином, у діяльності Фонду є валютний ризик. Цей ризик можна обійти, якщо Фонд вирішить тримати 40%

[9] Платіжний баланс реєструє всі операції між резидентами та нерезидентами за певний період часу.

[10] В принципі загальна вартість операцій типу 2 може перевищити вартість операцій типу 1 завдяки зміні ціни єврооблігацій. Однак ця подія не є дуже ймовірною.

[11] Ми підтримуємо зменшення зовнішніх *портфельних* зобов'язань (таких як єврооблігації), бо вони несуть значний ризик для країни. Однак ми не підтримуємо зменшення інших зовнішніх зобов'язань, таких як прямі іноземні інвестиції в Україну.

свого капіталу в єврооблігаціях[12]. Таким чином, лібералізація операцій з єврооблігаціями допоможе Фонду покращити свою діяльність, що в свою чергу оздоровить банківський сектор України. *Державний пенсійний фонд* також може використовувати єврооблігації для управління своєю ліквідністю. Але єврооблігації будуть ще цікавішими для приватних пенсійних фондів, які будуть створюватись в рамках пенсійної реформи в Україні. Насправді, третій рівень нової пенсійної системи (приватні пенсійні фонди) навряд чи зможе розвинутися, якщо в Україні не з'явиться безпечний довгостроковий інструмент.

Якщо єврооблігації будуть обертатись в Україні, то це також призведе до розвитку бірж. Більш того, внутрішні державні цінні папери можуть стати більш безпечними через конкуренцію з боку єврооблігацій. Це матиме позитивний ефект на розвиток ринків капіталу в Україні.

Таким чином, ми робимо висновки, що лібералізація операцій з єврооблігаціями призведе до більшої прибутковості банків, стабільності банківського сектору і розвитку бірж та ринків капіталів в Україні.

6. Висновки та рекомендації

Після проведення аналізу впливу лібералізації обмежень на операції з єврооблігаціями ми прийшли до двох основних висновків. По-перше, лібералізація буде мати загальний позитивний довгостроковий вплив на українську економіку. Банківський сектор стане більш прибутковим і стабільним. Крім того, розвинуться ринки капіталів, що в свою чергу підштовхне появу приватних пенсійних фондів, як передбачається пенсійною реформою. Довгострокова вартість державних позичань зменшиться, а рахунок поточних операцій покращить свій стан. По-друге, важко уявити більш сприятливий час для проведення реформ, ніж зараз. Завдяки сьогоднішній ситуації на валютному ринку девальваційний тиск, пов'язаний з лібералізацією, не буде загрожувати макроекономічній та зовнішній стабільності. Лібералізація може навіть призвести до більшої стабільності через зменшення ризику ревальвації і/або інфляції. Крім того, короткостроковий негативний вплив лібералізації операцій з єврооблігаціями на вартість державних запозичень не загрожує фіскальній стабільності, оскільки сьогоднішня фіскальна ситуація є досить здоровою.

З цих висновків ми можемо зробити дві основні рекомендації. По-перше, обмеження на операції з єврооблігаціями треба значно зменшити. Так, резидентам треба дозволити купувати іноземну валюту для придбання єврооблігацій у нерезидентів. Більш того, вони повинні мати право продавати єврооблігації за іноземну валюту. По-друге, обмеження треба зменшити якнайшвидше. Чекаючи занадто довго, уряд може пропустити чудовий час і потім змінити норми регулювання стане складніше.

Р.Д., І.Є., Д.С., Рецензент: Ф.П.

Київ, вересень 2003 р.

[12] Більш детальне обговорення та відповідні рекомендації щодо Фонду гарантування вкладів дивись у нашій консультативній роботі S15 " Система гарантування вкладів: час для змін".