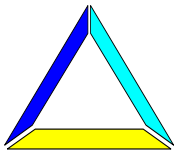
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні
Німецька Консультативна Група з Питань Економічних Реформ

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



S34

Як компенсувати знецінені вклади в Ощадбанку? Пропозиція

Резюме

Кілька мільйонів вкладників колишнього радянського Ощадбанку все ще чекають компенсації своїх вкладів, які знецінились через розпад СРСР та гіперінфляцію на початку дев'яностих років. Остаточне вирішення цього питання має надзвичайне значення через соціальні, політичні та економічні причини. Проте розв'язання цієї проблеми є нелегким завданням. Загальна заборгованість перед вкладниками складає понад 130 млрд. гривень, що відповідає майже 60% ВВП чи 260% річних надходжень до державного бюджету.

Нещодавно спеціальний комітет Верховної Ради, народний депутат Степан Гавриш та Кабінет Міністрів України висунули альтернативні пропозиції щодо вирішення цієї проблеми. Проаналізувавши ці пропозиції, ми пропонуємо своє бачення вирішення питання знецінених вкладів. По-перше, ми пропонуємо суттєво зменшити суму боргу. По-друге, погашення боргу необхідно здійснювати протягом 25 років. По-третє, ми надаємо перевагу диференціації рівня компенсації залежно від розміру вкладу. По-четверте, необхідно випустити компенсаційні облігації для погашення боргу. Імплементація нашої пропозиції відновить справедливість стосовно вкладників та покращить їх економічний стан, не ставлячи під загрозу монетарну, фіскальну та політичну стабільність в Україні.

Зміст:

1. Проблема знецінених заощаджень в Україні
2. Існуючі пропозиції стосовно розв'язання проблеми знецінених заощаджень
3. Наша пропозиція щодо вирішення проблеми
   - 3.1. Зменшення загального боргу
   - 3.2. Продовження графіку виплат
   - 3.3. Диференціація компенсації залежно від розміру вкладу
   - 3.4. Випуск компенсаційних облігацій
4. Висновки

1. Проблема знецінених заощаджень в Україні

Проблема знецінених заощаджень в Україні бере свій початок від 1992 року. В часи СРСР громадяни інтенсивно вкладали свої заощадження в державні фінансові установи, переважно в Ощадбанк[1]. Після розпаду СРСР вкладники не могли повернути свої заощадження, а в результаті гіперінфляції їх реальна вартість різко знизилась[2]. У 1997 році українська держава визнала свої борги і було прийнято закон "Про державні гарантії відновлення заощаджень громадян України"[3]. Відповідно до закону держава повинна компенсувати ці заощадження. На цей час загальна сума боргу становить 131,96 млрд. гривень[4].

З 1997 по 2002 рік уряд виплатив через Ощадбанк майже 1 млрд. гривень[5]. З них майже половину було виплачено у 2002 році, коли 10 мільйонів вкладників отримали по 50 гривень. Повідомлялось про численні випадки ажіотажу під час виплати, особливо серед громадян похилого віку. Ощадбанку, через який здійснювались виплати, доводилось працювати без вихідних, проте черги все одно залишались. На 2003 рік планується продовжити нинішню практику виплат – в бюджеті закладено 500 млн. грн. для вкладників та 120 млн. грн. для спадкоємців.

Хоча існуюча практика повернення близько 500 млн. грн. щороку дозволяє віддалитись від глухого кута і здійснювати певні виплати, проте це навряд чи є справжнім вирішенням проблеми знецінених вкладів. По-перше, загальна сума боргу фактично дуже велика у порівнянні з можливостями української економіки. Борг становить більше 60% ВВП, або 260% запланованих надходжень до державного бюджету на 2003 рік. Очевидно, що нереально швидко виплати цей борг не створивши величезного навантаження на бюджет. З іншого боку, нинішній метод виплат недостатній для того, щоб погасити борги, навіть перед власниками невеликих вкладів. За нинішніх темпів повернення боргу триватиме більше 250 років, що абсолютно неприйнятно. В результаті, існуючий метод виплат зазнає гострої критики від багатьох сторін: з боку громадян, політиків та економістів. Не дивно, що ця проблема стала гарячим предметом політичних спекуляцій. Часто можна почути

[1] Окрім Ощадбанку заощадження вкладали також в Державний страховий фонд та державні облігації.

[2] Згідно з діючим на той час регулюванням, на початку кожного року депозити в Ощадбанку мали бути переведеними до Державного банку СРСР, а наприкінці року повернуті. Наприкінці 1990 року вклади населення у філіях Ощадбанку на території України становили близько 84 млрд. радянських карбованців і в січні 1991 року їх було переведено до Держбанку в Москві. В грудні 1991 року СРСР розвалився (як і його єдина фінансова система) і гроші не були повернуті до України. В 1992 році країни СНД підписали угоду щодо визнання вкладів у Ощадбанку, зроблених на території кожної країни, державним боргом відповідної країни. Уряд України не зміг повернути населенню вклади в Ощадбанку, а гіперінфляція (близько 100 000 разів з часів незалежності) значно знизила реальну вартість грошей.

[3] Згідно цього закону, держава взяла на себе борги по заощадженнях, вкладених в Ощадбанк СРСР та Державний страховий фонд на території України, а також стосовно заощаджень, вкладених у державні облігації до 2 січня 1992 року. Україна також визнала свої борги по заощадженнях, вкладених в Ощадний банк України та Державний страховий фонд України з 1992 по 1994 роки. Компенсація може здійснюватись лише у грошовій формі за рахунок коштів державного бюджету. Початок виплат – 1997 рік. Заощадження мають повертатись залежно від наявності коштів у державному бюджеті. Спочатку, в законі було визначено, що вкладники мають отримувати гроші поступово залежно від віку, суми заощаджень та інших обставин, але у 2001 році Конституційний суд переглянув цю процедуру. Суд виніс остаточне рішення, у якому визнав, що визначення платежів "залежно від віку" та "інших обставин" порушує права людини та суперечить конституції.

[4] Заощадження були проіндексовані за шкалою 1 радянський карбованець = 1,05 гривень станом на 1 жовтня 1996 року (1 радянський карбованець = 0,6 доларів США). Подальша індексація має здійснюватись у ході виплати заощаджень. У цій роботі ми не розглядаємо механізмів індексації.

[5] Графік виплат був наступним:

Рік	Виплати, заплановані в бюджеті, млн. грн.	Фактичні виплати, млн. грн.
1997	60	18
1998	60	8
1999	80	10
2000	200	200
2001	200	200
2002	500	511

популістські обіцянки виплатити борг за 3-4 роки, але такі заяви насправді можуть лише поставити під загрозу економічну стабільність.

Як показано в Коментарі 1, інші країни СНД також постали перед подібною проблемою компенсації знецінених вкладів і намагаються знайти вихід. До цього часу жодній з країн СНД не вдалось виплатити борг.

Коментар 1. Досвід країн СНД щодо компенсації знецінених вкладів

В **Росії** загальна сума боргу по знецінених вкладах становить 266 млрд. дол. США (80% ВВП). Борг був офіційно визнаний президентським указом від 1995 року. Враховуючи великий розмір боргу, уряд Росії не здійснював значних виплат та відкладав їх на пізніше, коли це дозволить бюджет. До цього часу було вирішено здійснювати так звану "попередню компенсацію". Така компенсація виплачується громадянам похилого віку та інвалідам в залежності від розміру їх заощаджень. Виплати індексуються щоквартально з урахуванням рівня інфляції.

Білорусь у 1998 році вирішила повертати борг не грошима, а сертифікатами, які можна використовувати для купівлі товарів тривалого користування та нерухомості.

У **Молдові** наприкінці 2002 року парламент прийняв закон про індексацію заощаджень. У відповідності до закону виплати мають здійснюватись залежно від розміру вкладу. Уряд вирішив виділити близько 130 млн. дол. США (9% ВВП) на погашення боргу. Спочатку планувалось виплачувати борг протягом 15-20 років, але пізніше часові рамки було знято.

В **Казахстані** виплата боргу розпочалась у 1996 році, в першу чергу, громадянам похилого віку та інвалідам. Нещодавно президент підписав указ, який передбачає випуск облігацій з терміном погашення 1-3 роки. І в цьому випадку громадяни похилого віку отримають облігації з меншим терміном погашення.

Азербайджан не розпочав виплату, але уряд працює над цією проблемою. Донині було заплановано виділити близько 1 млрд. дол. США (15% ВВП) на ці потреби. Платежі мають здійснюватись відповідно до віку вкладників та суми їх заощаджень. Наприклад, якщо людина вклала до Ощадбанку не більше 2 тис. радянських карбованців, їй буде повернуто вклад в еквіваленті 1 радянський карбованець = 1 дол. США, з 2 до 5 тисяч карбованців – 2 радянські карбованці = 1 дол. США, і т.д. Уряд Азербайджану планує фінансувати виплати за рахунок продажу нафти.

Ми вважаємо, що дуже важливо знайти остаточне вирішення цієї проблеми, яке заслуговувало б на довіру, в першу чергу через її соціальний аспект. Добробут населення України різко знизився після розпаду СРСР, а компенсація вкладів в Ощадбанку може поліпшити цю ситуацію. По-друге, добре функціонуючий механізм виплат покращить довіру населення до держави та її політики. До того ж ефективне вирішення проблеми може відновити довіру до державних фінансових установ та фінансового сектора в цілому.

У цій роботі ми робимо оцінку існуючих пропозицій щодо вирішення цього питання (розділ 2) та представляємо наші пропозиції (розділ 3).

2. Існуючі пропозиції стосовно вирішення проблеми знецінених вкладів

Наразі існує кілька пропозицій стосовно вирішення проблеми знецінених вкладів. Нижче ми розглянемо три з них, які найбільш активно обговорюються[6].

Спеціальний комітет *Верховної Ради України* запропонував виплатити знеціненні заощадження шляхом грошової емісії. На думку членів цього комітету, НБУ повинен друкувати щороку нові гроші в обсязі 2% ВВП та спрямовувати ці кошти на компенсацію вкладникам. Комітет вважає, що така грошова емісія не спричинить

[6] З самого початку ми хотіли би відокремити заклики виплатити всю суму боргу за короткий проміжок часу. Зрозуміло, що коли такі пропозиції будуть реалізовані, це призведе ні до чого іншого, як до гіперінфляції та економічної спаду. Ми сподіваємось, що політики не сприймають серйозно подібні пропозиції і не будемо розглядати такі заклики в цій роботі.

інфляції, оскільки вкладники використовуватимуть ці кошти на купівлю товарів тривалого користування та нерухомості.

На нашу думку, реалізація цієї пропозиції поставить під загрозу стабільність монетарної системи та валютного курсу в Україні. Грошова емісія в обсязі 2% від ВВП на компенсацію вкладів майже не залишить НБУ простору для рефінансування комерційних банків та інтервенцій на валютному ринку. Наприклад, у 2003 році майже 5 млрд. гривень має бути використано на компенсації при запланованій загальній емісії в розмірі 6 млрд. гривень. Таким чином, ця пропозиція неодмінно призведе до надмірної грошової маси та зростання інфляції. Проблема знецінених вкладів виникла в минулому через надмірну грошову емісію, за якою настала гіперінфляція. Отже, надмірну емісію грошей навряд чи можна розглядати як потенційний спосіб вирішення проблеми. З огляду на це ми категорично проти цієї пропозиції.

Інша пропозиція була зроблена *народним депутатом С. Гавришем*. Згідно його проекту закону пропонується замінити поточний борг державними облігаціями. Термін погашення цих облігація коливається від 5 до 25 років. На облігації нараховуються проценти, доходність залежатиме від інфляції (рівень інфляції за попередній рік+2%). В проекті закону пропонується виплачувати борг залежно від віку вкладника та розміру його вкладу. Також в законі передбачається, що облігаціями можна буде торгувати на фондовій біржі і держава зможе викупляти облігації до настання терміну погашення за нижчою ціною, а отже, зменшити майбутні виплати по боргу. Автори закону оцінили, що значна частина боргу буде виплачена за 15-25 років (див. Табл. 1).

Таблиця 1. Графік виплат згідно пропозиції пана Гавриша

Роки	Щорічні платежі
1 – 5	0,5 – 1,0 млрд. грн.
6 – 15	2,0 -4,0 млрд. грн.
16 – 25	6,0 млрд. грн.

Ми вважаємо що основна ідея випуску облігацій має кілька переваг, головна з яких полягає в тому, що процес виплати стане зрозумілим кожному, а довіра до виплати боргу значно зросте. Однак ця пропозиція має суттєвий недолік: проблему буде просто перенесено на майбутнє. Перші платежі згідно плану будуть відносно низькими, але значно зростуть через кілька років. Проте, перенесення платежів на майбутнє не дає відповіді на питання як вони будуть фінансуватись – через якийсь час Україна знову опиниться перед такою ж проблемою і знову шукатиме шляхи її вирішення.

І нарешті, нещодавно *Кабінет Міністрів України* схвалив проект закону, який передбачає скорочення боргу більше ніж у 4 рази. Згідно законопроекту пропонується встановити розмір боргу на рівні 28,55 млрд. грн. замість нинішніх 131,96 млрд. грн. Виплати пропонується здійснювати грошима протягом наступних 20 років. Як ми бачимо, ця пропозиція спрямована на приведення розміру виплат у відповідність з реальними можливостями української економіки та робиться спроба встановити такий обсяг компенсацій, який можливо реалізувати. Ми вважаємо, що пропозиція Кабінету Міністрів України містить наступні прорахунки: на відміну від облігацій механізм грошових виплат надто невизначений та не викликає довіри. Не маючи чітких зобов'язань уряд зможе змінювати розмір та час платежів спираючись та свої короткострокові позиції, а громадяни не будуть впевненні в уряді і в тому, що він виконає свої зобов'язання.

3. Наша пропозиція щодо вирішення проблеми

Як ми зазначали вище, нинішній обсяг боргу, який підлягає погашенню, дуже високий і становить 260% річного державного бюджету України. Цілком зрозуміло, що таку суму неможливо виплатити повністю навіть за кілька десятиліть, а нинішній механізм виплат незадовільний в усіх відношеннях. Єдиним можливим способом вирішення проблеми знецінених вкладів є ***реструктуризація боргу***. Реструктуризація боргу повинна охоплювати такі заходи як 1) скорочення загальної суми боргу, 2) продовження терміну виплат, 3) диференціювання виплат залежно від розміру вкладу,

4) впровадження нового механізму виплат. Нижче ми представимо наше бачення застосування механізму реструктуризації боргу до проблеми знецінених заощаджень.

3.1. Скорочення загального боргу

По-перше, ми хотіли би підняти питання загальної суми боргу, яку можна реально виплатити. Щоб зробити вирішення цієї проблеми прагматичним та таким, що заслуговує на довіру, першою умовою має бути скорочення суми боргу. Україна має враховувати реальні можливості своєї економіки, які, на жаль, не дозволяють погасити всю суму боргу. За такої ситуації краще визначити таку суму боргу, яку можна виплатити в досяжному майбутньому, ніж робити нереалістичні обіцянки.

Скорочення боргу, звичайно, означає, що громадяни (чи деякі громадяни, залежно від конкретних механізмів скорочення боргу) не отримають всі свої гроші. Отже, необхідно знайти баланс між виплатою значної суми боргу вкладникам не ставлячи під загрозу монетарну та фіскальну стабільність.

Визначаючи реалістичний загальний обсяг боргу необхідно відштовхуватись від річного можливостей державного бюджету України. Згідно нашого аналізу, нинішній потік платежів можна інтенсифікувати розпочавши з 1 млрд. гривень на рік. До того ж, необхідно враховувати, що українська економіка має перспективи для зростання у майбутньому, тому є можливість збільшити ці платежі з часом, але їх співвідношення з ВВП буде залишатись стабільним.

3.2. Продовження терміну виплат

Ми також виступаємо за продовження терміну виплат на якийсь час. Цей період повинен бути не надто розтягнутим, але водночас і не надто коротким. Довготривалі виплати підірвуть довіру до цього процесу, а вартість виплат у далекому майбутньому буде надто низькою для громадян. В той же час короткий період не дозволить виплатити значну частину боргу. Ми вважаємо, що для виплат варто вибрати період тривалістю 25 років.

Враховуючи аргументи на користь скорочення суми боргу та продовження терміну виплат, наші підрахунки свідчать, що реально можна погасити борг у розмірі ***40,5 млрд. грн. протягом наступних 25 років.*** Як бачимо, наші підрахунки показують, що можливо виплатити на 12 млрд. грн. більше, ніж запропоновано Кабінетом Міністрів України. Нижче в Таблиці 2 ми ілюструємо, як можна організувати потік платежів протягом цього періоду, припустивши, що виплати розпочнуться у 2004 році[7].

Таблиця 2. Графік платежів

Роки	Щорічні платежі (в реальному вираженні)
2004 – 2008	1,0 млрд. грн.
2009 – 2013	1,3 млрд. грн.
2014 – 2018	1,6 млрд. грн.
2019 – 2023	1,9 млрд. грн.
2024 – 2028	2,3 млрд. грн.
Всього	**40,5 млрд. грн.**

3.3. Диференціація компенсації залежно від розміру вкладів

Звичайно, виникає питання – як скоротити борг: пропорційно всім незалежно від суми вкладу, скоротити лише для великих вкладів, чи виплатити лише певний розмір вкладу, а після цього – частину цього вкладу. Згідно нашого бачення, виплати слід розглядати не як повне погашення боргу, а фактично, як компенсацію втрачених заощаджень. Така компенсація життєво необхідна людям з низькими доходами і ми припускаємо, що такі люди, в цілому, мають невеликі вклади; отже, компенсація повинна бути спрямована, в першу чергу, цим громадянам. Ми пропонуємо

[7] Методологія розрахунків: ми припускаємо, що уряд може розпочати у 2004 році з 1 млрд. грн. та кожного наступного року збільшувати виплати на відсотки економічного зростання. Припускається, що зростання ВВП становитиме в середньому 4% порівняно з попереднім роком.

передбачити повну, чи майже повну виплату боргу до певного невеликого рівня, а після цього має виплачуватись лише частина вкладу; чим більший вклад, тим меншою повинна бути частка виплат[8]. Таким чином, гарантований мінімум виплат виконуватиме соціальну роль та надасть кошти на прожиття для громадян з низькими доходами, виплати ж власникам великих вкладів дозволять частково компенсувати їх заощадження. Окрім цього, логічно передбачити швидші темпи виплат малих вкладів, оскільки продовження терміну виплати дійсно малих вкладів на 25 років не дуже допоможе власникам таких заощаджень.

3.4. Випуск компенсаційних облігацій

Дуже важливим аспектом виплати компенсації за знеціненні заощадження є метод технічної реалізації. Цей метод має бути достатньо простими і зрозумілим для громадян, а також таким, що заслуговує на довіру і є зручним для обох сторін.

Ми вважаємо, що існує дві основні можливості виплати боргу: через грошові виплати чи за допомогою випуску цільових компенсаційних облігацій. Як ми зазначали вище, метод грошових виплат надто невизначений та не викликає достатньо довіри. Не маючи чітко визначених зобов'язань, держава може затримувати платежі, розтягувати виплати на довгий період часу чи на свій розсуд змінювати обсяг виплат. Знаючи це, населення не дуже довірятиме такому методу виплат. Відмінним способом уникнення таких проблем є випуск компенсаційних облігацій.

Перш за все, компенсаційні облігації чітко закріплять зобов'язання *держави*; будь-яке порушення цих зобов'язань буде однозначно розглядатись як дефолт. Окрім дисциплінуючого ефекту точний графік виплат дозволить краще спланувати державні фінанси. Іншою перевагою цього механізму для держави буде можливість викуповувати такі облігації раніше терміну їх погашення за ціною, нижчою за номінальну. Таким чином, держава зможе направити вільні кошти на купівлю компенсаційних облігацій, коли це стане можливим, і скоротити суму боргу. Належне обслуговування компенсаційних облігації може підвищити довіру до інших державних боргових інструментів. Зрештою, слід зауважити, що облігації зручніші для адміністрування: суттєві зусилля необхідні на перших стадіях фізичного виготовлення облігацій та їх розповсюдження серед громадян, пізніше обсяг адміністративної роботи по здійсненню регулярних платежів, з питань спадщини і т.п. буде значно нижчим, ніж за умов здійснення грошових виплат.

Громадяни також матимуть переваги від отримання компенсаційних облігацій. Перш за все, вони матимуть чітке уявлення про загальну суму компенсації, графік платежів та очікувану суму виплати кожного разу. Значно легше буде вирішити проблему успадкування та інші випадки передачі юридичних прав. Якщо компенсаційні облігації перебуватимуть в обігу на ринку, ті, кому це необхідно, матимуть можливість продати їх і отримати гроші (хоча і меншу суму) відразу, а не у майбутньому.

Отже, ми пропонуємо випустити компенсаційні облігації з наступними характеристиками:

- Компенсаційні облігації мають випускатись на пред'явника. Це дозволить вирішити проблему передачі прав та полегшить обіг облігацій.
- Має здійснюватись індексація з урахуванням інфляції (індексу споживчих цін). Навіть 3% інфляція за 25 років може скоротити вартість заощаджень на 30%, 5% інфляція – наполовину, тому облігації без індексації не будуть рішенням, що заслуговує на довіру. Індексація може здійснюватись з поправкою на рівень інфляції за попередній період виплат чи попередній рік.
- Проценти не нараховуються. Якщо будуть нараховуватись проценти на існуючу суму боргу, це суттєво збільшить загальні виплати та поставить під загрозу успіх всього цього процесу. До того ж, головною причиною реструктуризації

[8] Для того, щоб привести хоча б приблизні цифри, необхідно мати данні стосовно структури заощаджень за такими категоріями, як розмір вкладів та кількість вкладів певного розміру. На жаль, такі данні були недоступні.

боргу має бути компенсація знецінених заощаджень, а не створення інструменту для отримання додаткового доходу.

- Дати виплат в одному періоді повинні бути рівномірно розподілені протягом року. Одноразові короткострокові щорічні виплати призведуть до створення великих черг, диференціація дат виплат повинна зменшити цей ефект.

Початкове розповсюдження компенсаційних облігацій та їх обслуговування може здійснюватись через Ощадбанк, оскільки він має широку мережу відділень по всій Україні.

Ми пропонуємо запровадити вільну торгівлю компенсаційними облігаціями. Як ми зазначили вище, цей захід буде на користь як громадянам (оскільки вони можуть надати перевагу отриманню частини грошей відразу, а не виплатам у майбутньому), так і державі (оскільки вона зможе викупляти облігації та скорочувати суму боргу). Таким чином, компенсаційні облігації можна буде продавати і купувати як на роздрібному, так і оптовому фінансовому ринках. Наприклад, громадяни повинні мати можливість купувати та продавати облігації через місцеві відділення банків, а комерційні банки та інші великі учасники ринку (в тому числі держава) повинні мати можливість торгувати цими облігаціями на фондовому ринку.

В той же час, компенсаційні облігації потрібно віднести до сегменту ринку, відмінного від інших державних боргових інструментів. Пояснюється це тим, що коли учасники ринку ставитимуться до компенсаційних облігацій так само, як і до інших державних боргових інструментів, ліквідність ринку державного боргу може знизитись і держава матиме труднощі з отриманням нових кредитів.

4. Висновки

Знаходження вирішення проблеми знецінених вкладів в Ощадбанку є нелегким завданням. Будь-яка реалістична пропозиція може зазнати жорсткої критики від різних сторін і зловживань з політичними намірами. Проте це не повинно бути підставою для подальшого відкладання вирішення цієї довготривалої проблеми раз і назавжди. Рішення необхідне через політичні, соціальні та економічні міркування.

Пропозиція спеціального комітету Верховної Ради України компенсувати вкладникам втрачені заощадження за допомогою грошової емісії неприйнятна і свідчить про відсутність певного фундаментального розуміння економічної ролі центрального банку в ринковій економіці. Запропоноване паном Гавришем рішення не викликає довіри, оскільки воно перекладає фінансовий тягар на майбутні покоління. Пропозиції Кабінету Міністрів України також бракує довіри, тому що вкладники отримають лише усну обіцянку про повернення грошей у майбутньому без жодних письмових гарантій.

Для вирішення проблеми компенсації реальним та достовірним способом ми пропонуємо рівномірно розподілити фінансовий тягар на наступні 25 років. Окрім цього, абсолютно необхідно скоротити суму боргу, бо інакше навантаження на державні фінанси буде надто високим. Також вкладники повинні отримати письмове визнання своїх фінансових вимог. Ось чому ми пропонуємо вирішити проблему боргу шляхом випуску компенсаційних облігацій. Реалізація нашої пропозиції надасть громадянам значну компенсацію, не ставлячи під загрозу макроекономічну стабільність. Більше цього технічно неможливо досягти.

І.Є., Р.Д., рецензент: Ф.П.

Київ, квітень 2003 р.