НІМЕЦЬКА КОНСУЛЬТАТИВНА ГРУПА З ПИТАНЬ ЕКОНОМІКИ ПРИ УРЯДІ УКРАЇНИ

проф. Лутц Хоффманн Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін		д-р Лоренц Шомерус, Статс-секретар у відставці Федеральне Міністерство економіки і технологій, Берлін
Консультативна група у Києві	д-р Фолькхарт Вінценц	Інститут Східної Європи, Мюнхен
	Рікардо Джуччі	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	проф. Штефан фон Крамон-Т.	Університет м. Геттінген, Інститут аграрної економіки
	д-р Штефан Лутц	Києво-Могилянська академія, КЕДО, Київ
	д-р Петра Опітц	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	д-р Ульріх Тіссен	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	Ларс Хандріх	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	д-р Крістіан фон Хіршхаузен	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	Людвіг Штріве	Університет м. Геттінген, Інститут аграрної економіки

Бюро: 01001, Київ, вул. Хрещатик, 30
Тел. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, факс 0038 044 228 63 36, Email: germanad@public.ua.net

O15

Подолання інфляції в Україні:

спільне завдання для Національного банку та Уряду

1. Вступ
2. Грошова політика та політика обмінного курсу в 2000 році
3. Новий курс грошової політики
4. Оцінки необхідного обсягу стерилізації в 2001 році
5. Два шляхи стерилізації: зменшення валюти балансу Центробанку та зміна структури пасивної частини балансу Центрального банку
6. Оцінка інструментарію, обраного Національним банком
7. Рекомендовані заходи
8. Висновки

1. Вступ

Починаючи з грудня 2000 відбуваються значні за обсягом знищення грошей[1], що дозволяє зробити висновок про новий курс Національного банку щодо грошової політики. В разі якщо жорстка грошова політика буде продовжуватися, то в цьому році можна очікувати значного зменшення темпів інфляції та уповільнення реальної ревальвації гривні. Таким чином, можна тільки вітати новий курс грошової політики.

Для того, щоб бути в змозі проводити новий курс в життя, Національний банк має бути здатним стерилізувати очікуване створення грошової маси, яке виникає внаслідок чистих

[1] Зменшення грошової бази називається “знищенням грошей”, тоді як її збільшення носить назву “створення грошей”.

придбань банком доларів США. В цій роботі зроблено висновок про те, що Національний банк на сьогодні лише за певних умов матиме в своєму розпорядженні відповідний інструментарій для проведення стерилізацій протягом року в необхідних обсягах. Тому потрібно вжити заходи, які зроблять можливим застосування необхідних інструментів. Головна наша рекомендація полягає у відродження ринку облігацій державної позики (ПОВДП), які знаходяться у власності Національного банку. Для цього необхідна взаємодія Уряду та Національного банку; вони *обидва* в 2001 році несуть відповідальність за проведення грошової політики, орієнтованої на стабільність.

2. Грошова політика та політика обмінного курсу в 2000 році

Найпомітнішою ознакою грошової політики та політики обмінного курсу в минулому році була фактична прив'язка гривні до долара США за курсом близько 5,4 грн./ дол. США. В чистому вигляді за цією ціною пропозиція на валютному ринку перевищувала попит на 960 млн. доларів США, які були скуплені Національним банком (чистий обсяг інтервенцій НБУ).[2] З цієї суми близько 130 млн. доларів США пішли на збільшення валютних резервів.[3] Залишок розміром 830 млн. доларів США було повернуто Міжнародному Валютному Фонду (МВФ).

Поряд із фіксацією обмінного курсу та пов'язаними з нею чистими інтервенціями політика Національного банку України в минулому році характеризувалася своїм експансивним курсом. На початку 2000 року грошова база в країні складала 11.988 млн. грн. Внаслідок проведення чистих інтервенцій було створено трохи менше ніж 5.200 млн. грн., при цьому абсолютне розширення грошової бази за підсумками року склало 4.789 млн. грн. Таким чином, в минулому році була проведена лише відносно невелика стерилізація і грошова база збільшилась відповідно сильно - майже на 40%. Зображена монетарна експансія спричинила зростання широкого агрегату М3 за підсумками року на 45% та річне підвищення індексу споживчих цін (CPI) на 25,8%.

3. Новий курс грошової політики

В перші місяці цього року спостерігається продовження політики обмінного курсу, розпочатої в милому році. Курс долара США на міжбанківському ринку знаходиться на позначці в 5,4 грн./ дол. США і в січні Національний банк скупив нетто 120 млн. доларів США (за власними даними НБУ). Це відповідає середньомісячній сумі, яку Національний банк за власними даними вилучав з ринку також і в минулому році.

---

[2] Національний банк оцінює обсяг своїх чистих річних інтервенцій в значно більшу суму – 1.600 млн. доларів США. Для того, щоб перевірити ці дані потрібно коротко описати прийнятий механізм сплати Урядом своїх боргів за кордон. Зобов'язання Уряду перед закордоном в *іноземній валюті*, строк погашення по яким настав, сплачуються спочатку Національним банком за рахунок валютних резервів. Близько через місяць Уряд повертає Національному банку відповідну суму в *національній валюті*. Цей механізм приховує етап *продажу* Національним банком валюти Уряду; такі продажі в 2000 року за оцінками склали в чистому вигляді 640 млн. доларів США. Тому ця сума не може бути включена до обсягів чистих інтервенцій Національного банку. Окрім цього вищезазначений механізм передбачає короткострокове кредитування Уряду з боку Національного банку.

[3] Підвищенню валютних резервів Національного банку сприяв також кредит МВФ, який було отримано в грудні 2000 року в розмірі 246 млн. доларів США.

Але починаючи з грудня 2000 року Національний банк стерилізував значні обсяги грошової маси шляхом продажу власних процентних цінних паперів. За даними начальника Департаменту монетарної політики НБУ, Наталії Гребеник, в січні цього року з ринку було вилучено 948 млн. грн. Ця сума значно перевищує обсяг грошової маси – близько 650 млн. грн., яку було створено внаслідок проведення інтервенцій в цей період. Успішні стерилізаційні заходи внесли вклад до значного зниження індексу інфляції в лютому 2001 року до 18,9% (по відношенню до відповідного періоду попереднього року) та свідчать про рішучу готовність Національного банку подолати інфляцію та проводити новий курс грошової політики.

4. Оцінки необхідного обсягу стерилізації в 2001 році

Уряд в поточному році планує індекс інфляції на рівні 13,6% та реальне економічне зростання, виражене в зростанні Валового Внутрішнього Продукту (ВВП) на 4%. Швидкість обертання грошей по відношенню до обсягу грошової бази в останні роки значно уповільнилась. В поточному році можна очікувати подальше уповільнення майже на 4%. Приймаючи до уваги ці припущення, можна визначити відносне розширення грошової бази в 22,3%, яке можна вважати таким, яке відповідає цілям грошової політики. Виходячи з цього та беручи до уваги обсяг грошей на початку року (16.777 млн. грн.), абсолютна річна зміна складе щонайменше 3.800 млн. грн. Таким чином стерилізація необхідна лише в тому обсязі, в якому обсяг створених внаслідок інтервенцій нових грошей перевищить вищеназвану суму.

Обсяг нетто-інтервенцій, необхідність в яких виникає при стабільності обмінного курсу, залежить від попиту та пропозиції валюти на ринку; остання в свою чергу обумовлюється багатьма факторами. В подальшому наголос буде зроблено на двох факторах, які внаслідок свого (потенційного) кількісного значення, а також через свою непередбачуваність є визначальними: сальдо зовнішньоторговельного балансу товарами та послугами (зовнішньоторговельне сальдо) та імпорт капіталу. Отже, йдеться про дві детермінанти, які визначають обсяг пропозиції валюти на ринку. На основі цих двох факторів побудовано три сценарії, по кожному з яких зроблено грубу оцінку обсягу необхідної стерилізації.

В першому сценарії (S1) передбачається значне зменшення позитивного зовнішньоторговельного сальдо при тому, що обсяг імпорту капіталу залишається незмінним. Пропозиція валюти та обсяг необхідних нетто-інтервенцій на ринку значно зменшуються в порівнянні з попереднім роком. Якщо при цьому буде скорочено також обсяг чистих інтервенцій Національного банку принаймні на 25%, то необхідність в проведенні стерилізації взагалі зникає; дискусія про доцільність використання тих або інших інструментів втрачає сенс.

Другий сценарій (S2) не передбачає в порівнянні з попереднім роком жодних змін як зовнішньоторговельного сальдо, так і обсягу імпорту капіталу. Якщо зменшити обсяг створення нових грошей за рахунок проведення інтервенцій (5.200 млн. грн.) на обсяг прийнятної зміни грошової бази (3.800 млн. грн.), то отримаємо необхідність проведення заходів по стерилізації 1.400 млн. грн.

За третім сценарієм (S3) зовнішньоторговельне сальдо залишається таким, які в попередньому році, а імпорт капіталу суттєво збільшується. Пропозиція валюти на ринку зростає відповідним чином і це призводить до того, що обсяг необхідних інтервенцій значно перевищує суму в 1.400 млн. грн., і складає, скажімо, 3.000 млн. грн. Дані по всіх трьох вищенаведених сценаріях разом із обсягами необхідної стерилізації наведено в Таблиці 1.

Таблиця 1. Оцінка обсягу необхідної стерилізації за трьома сценаріями в 2001 році

Сценарій	Зовнішньоторговельне сальдо (відносно попереднього року)	Імпорт капіталу (відносно попереднього року)	Обсяг необхідної стерилізації (в млн. грн.)
S1	зменшується	незмінний	0
S2	незмінно	незмінний	1.400
S3	незмінно	зростає	3.000

5. Два шляхи стерилізації: зменшення валюти балансу Центрального банку та зміна структури пасивної частини балансу Центрального банку

Стерилізація передбачає зменшення грошової бази або іншими словами знищення грошей. Для цього існують дві теоретичні можливості: зменшення суми балансу Центрального банку та зміна структури пасивної частини балансу Центрального банку. Розглянемо спочатку інструмент стерилізації, застосування якого призводить до **зменшення валюти балансу Центрального банку**. По-перше, Центральний банк має змогу продавати цінні папери, які належать йому, і таким чином зменшити обсяг грошової бази (рестрикційна *політика операцій на відкритому ринку*). По-друге, він може зменшити обсяг кредитів, які видано банкам (рестрикційна *кредитна політика*). Звичайно обсяг револьверних (поновлювальних) кредитів для комерційних банків може бути скорочено шляхом підвищення ставки рефінансування Центрального банку (рестрикційна *дисконтна політика*). Окрім того ж потрібно відмітити, що доходи Центрального банку за відсотками по кредитам являють собою автоматичне знищення грошей.

Отже, тепер необхідно перевірити можливість застосування вищезазначених інструментів в сучасних умовах. Для цього в Таблиці 2 наведено найважливіші активи НБУ станом на кінець 2000 року.[4]

Таблиця 2. Найважливіші внутрішні активи з портфеля НБУ станом на 31.12.2000 року

Облігації державної позики (передусім ПОВДП)	10.126,5 млн. грн.
Кредити комерційним банкам	683,8 млн. грн.
Кредити Уряду	10.656,9 млн. грн.

В рамках рестрикційної *політики операцій на відкритому ринку* НБУ може продати облігації державної позики, якими він володіє. При цьому йдеться передусім про так звані ПОВДП, які було емітовано внаслідок реструктуризації внутрішнього боргу держави в милому році. Оскільки відсотки за цими паперами мають індексуватися відповідно до рівня інфляції, то розрахунок відсотків відбувається кожного року за формулою, яка

[4] Ці цифри було взято з балансу НБУ на 31.12.2000 року.

наведена в одній з постанов Кабінету Міністрів України.[5] На Схемі 1 наведено трохи спрощену формулу для розрахунку ставки відсотку для цих паперів.[6]

Схема 1. Нарахування відсотків по ПОВДП

Річний відсоток по ПОВДП на наступний рік (j+1) визначається в кінці поточного року (j) наведеним нижче рівнянням:[7]

$$i_{j+1} = \frac{CPI^{F}_{j+1}}{CPI_{j}} \cdot \frac{CPI_{j}}{CPI^{F}_{j}} \cdot 103 - 100$$

де

i_{j+1} .....річна ставка відсотку на наступний рік

CPI^{F}_{j+1} .....індекс споживчих цін, запланований Міністерством економіки в кінці поточного року на кінець наступного року

CPI_{j} .....індекс споживчих цін в кінці поточного року

CPI^{F}_{j} .....індекс споживчих цін, який був запланований Міністерством економіки в кінці минулого року на кінець поточного року

Перший дріб в правій частині рівняння представляє собою запланований рівень інфляції на наступний рік. Другий дріб являє собою корегуючий фактор для помилок прогнозування Міністерства економіки на поточний рік. Цифра "103" означає реальні 3% річних. Строки погашення облігацій рівномірно розподілено в часовому інтервалі між січнем 2002 та груднем 2010 року; виходячи з цього сьогодні (березень 2001) ці папери можна розглядати як середньо- та довгострокові. В якості виключення при розрахунку відсотків на 2001 рік корегуючий фактор застосовуватися не буде. Якщо прийняти до уваги запланований рівень інфляції в 13,6%, то з наведеного рівняння можна отримати ставку відсотку на 2001 рік в розмірі 17,01%.

Номінальна вартість ПОВДП станом на 31.12.2000 року складала за даними НБУ 9.560 млн.грн. Ринкову вартість цих паперів, яка є дуже важливою з точки зору проведення стерилізаційних заходів, оцінити дуже важко, бо на сьогодні не існує функціонуючого (вторинного) ринку для цих цінних паперів. За власними даними Національний банк продав в лютому 2001 року облігації з незначною номінальною вартістю в 0,2 млн. грн.; в будь-якому разі ціна продажу не була розголошена. В разі якщо Уряд буде без затримки виплачувати свої відсоткові борги перед НБУ, то ринкова ціна цих облігацій може бути досить близькою до номінальної вартості. В цьому випадку кількості ПОВДП, якими сьогодні володіє Національний банк, вистачить для того, щоб покрити необхідний обсяг

[5] порів. основні умови випуску облігацій державної позики 2000 року в постанові Кабінету Міністрів України "Про випуск процентних облігацій внутрішнього державного займу 2000 року" від 22 вересня 2000 року, № 1455.

[6] Оскільки оригінальна формула в постанові є важкою для розуміння, не виключені незначні "помилки щодо її інтерпретації".

[7] Це рівняння можна спростити шляхом „скорочення дробів". Але цього не зроблено навмисно для того, щоб полегшити його розуміння.

стерилізації за сценаріями S2 та S3. Отже, ми прийшли до висновку, що політика операцій на відкритому ринку при застосуванні ПОВДП надає можливість покрити необхідний обсяг стерилізації в кожному із зображених сценаріїв в випадку, якщо Уряд буде сумлінно сплачувати свої відсоткові борги. Крім того потрібно відмітити, що доходи Національного банку від відсотків за ПОВДП являють собою знищення грошей. Заплановані на 2001 рік видатки Міністерства фінансів України на обслуговування ПОВДП складають 1.500 млн. грн. Ця сума покриває весь необхідний обсяг стерилізації за сценарієм S2 та половину - за сценарієм S3.

Можливість проведення стерилізації шляхом *скорочення виданих кредитів* існує навпаки в дуже обмеженому обсязі. Кредити, видані *комерційним банкам*, за своїм обсягом є відносно незначними. Крім того залишається невідомим, чи можливо зменшити ці кредити в короткий термін. Можливо тут йдеться також про проблемні, тобто довгострокові кредити. Річні доходи по відсотках за цими кредитами не можуть перевищувати 200 млн. грн. Виходячи з цього, рестрикційну кредитну політику на сьогодні не можна назвати придатним інструментом для стерилізації грошової маси, яку було створено внаслідок проведення інтервенцій.

На відміну від кредитів комерційним банкам, обсяги кредитів Уряду є значними. Але ж в минулому році було досягнуто домовленостей про те, що Уряд почне виплачувати ці борги починаючи тільки з 2010 року. Доти, доки ця домовленість залишається в силі, стерилізація шляхом зменшення обсягів цих боргових зобов'язань є неможливою. Заплановані річні доходи по відсоткам з цих кредитів становлять за оціночними даними трохи менше 200 млн. грн. Можливість стерилізації через відсоткові доходи не потрібно недооцінювати, проте цих сум не вистачить для того, щоб покрити необхідні обсяги стерилізації за сценаріями як S2, так і S3.

Попередній аналіз дозволяє зробити два важливі висновки. По-перше, в якості реального інструменту для стерилізації можна розглядати тільки політику операцій на відкритому ринку із застосуванням ПОВДП, оскільки остання означає зменшення валюти балансу НБУ. По-друге, успіх заходів по стерилізації Національного банку залежить в першу чергу від платіжної дисципліни Уряду по відношенню до НБУ. При *добрій* платіжній дисципліні відбудеться стерилізація через відсоткові доходи на суму в 1.700 млн. грн. При цьому буде забезпечене покриття необхідного обсягу стерилізації за сценарієм S2. Окрім того внаслідок доброї платіжної дисципліни можна очікувати покращення платоспроможності (бонітету) Уряду, а отже і підвищення ринкової ціни та незначне полегшення продажу ПОВДП, внаслідок чого може бути покрити залишок обсягу необхідної стерилізації в 1.300 млн. грн. за сценарієм S3. При *поганій* платіжній дисципліні Уряду проведення стерилізації через відсоткові доходи НБУ буде неможливим і курс, вірніше шанси продати облігації значно впадуть. Обсяг необхідної стерилізації не бути покрито в цьому випадку ні за сценарієм S2, ні за сценарієм S3.

Друга теоретична можливість проведення стерилізації полягає у **зміні структури пасивної частини балансу Центрального банку**. Грошова база зменшується за рахунок продажу власних, відсоткових (кредитних) цінних паперів. Стерилізаційні заходи починаючи з грудня 2000 року відбувалися із застосуванням двох принципових інструментів: по-перше, НБУ продавав власні депозитні сертифікати („deposit certificates")

з коротким терміном погашення; по-друге, він збував облігації державної позики, які проте через деякий фіксований проміжок часу викупалися Національним банком назад („reverse repos“). Такі стерилізації є дієвими тільки на час проведення угоди. Розподіл обсягів стерилізації за цими двома інструментами починаючи з січня 2001 року не повідомлявся; але можна припустити, що значна частка приходиться на депозитні сертифікати.

6. Оцінка інструментарію, обраного Національним банком

Якщо знищення грошової маси проводиться за допомогою методів політики операцій на відкритому ринку чи кредитної політики, то його ефект залишається необмежено довго (*тривалий* ефект). Окрім цього за умов існування функціонуючого ринку облігацій державної позики Центральний банк має змогу контролювати обсяги знищення грошової маси, не залежачи при цьому від третіх сторін. Крім того обидва інструменти є дуже гнучкими та можуть бути дуже швидко застосовані. Приймаючи до уваги ці характерні ознаки можна констатувати, що політика операцій на відкритому ринку та кредитна політика, як правило, є дуже прийнятними інструментами для стерилізації значних обсягів грошових мас, які виникають внаслідок проведення інтервенцій.

Із застосування депозитних сертифікатів та цінних паперів з умовою їх зворотнього викупу („reverse repos”) можливо досягти лише обмеженої за часом та в багатьох випадках короткострокової стерилізації (*тимчасовий* ефект). До того ж потрібно пам’ятати про те, що для досягнення цього тимчасового зменшення грошової маси Центральний банк має сплачувати відсотки комерційним банкам. Отже, в кінцевому рахунку після закінчення терміну угоди можна констатувати нетто створення нових грошей. Таким чином тимчасове зменшення грошової маси досягається в цьому випадку за рахунок подальшого створення нових грошей. Крім того, Центральний банк залежить при проведенні таких операцій від дій третьої сторони. Комерційні банки не можна примусити купувати депозитні сертифікати Центрального банку. Таким чином останній не може повністю контролювати обсяг знищеної грошової маси. Депозитні сертифікати та цінні папери з умовою їх зворотнього викупу („reverse repos”) підходять виходячи з їх характеристик в першу чергу для тонкого керування грошовим ринком, але не для масивних та довгострокових стерилізацій.

Як вже зазначалося вище, з грудня 2000 року стерилізація відбувалася не шляхом проведення заходів політики операцій на відкритому ринку, а здебільшого використовуючи депозитні сертифікати. Поведінку Національного банку наприкінці року можна пояснити передусім низькими цінами ПОВДП на “відкритому” ринку, а також очікуванням зростання курсу цих цінних паперів впродовж цього року. Приймаючи до уваги стрімкість кривої структури процентних ставок (yield curve) можна зробити висновок про те, що впродовж року особливо зросте вартість саме тих ПОВДП, які мають погашатися в першій половині 2002 року, оскільки таким чином вони автоматично перетворюються з середньо- на короткострокові папери. Окрім того можна очікувати, вірніше сподіватися, що Уряд буде без затримок обслуговувати свої борги і це призведе до підвищення бонітету та курсу облігацій. Ще однією можливою причиною застосування депозитних сертифікатів може бути намагання Національного банку підготуватися до такого цілком можливого розвитку подій, коли Уряд не буде обслуговувати свої внутрішні борги.

Завдяки застосуванню депозитних сертифікатів з грудня 2000 року Національний банк отримав перші позитивні результати стерилізації, не будухb змушеним до того, щоб продавати свої ПОВДП за невигідним низьким курсом. Ці успіхи дали всім зрозуміти, що НБУ намагається проводити політику, орієнтовану на стабільність, і що він може принаймні в короткостроковому плані проводити стерилізацію, використовуючи для цього власні цінні папери. Виходячи з цього, можна лише вітати застосування цього інструменту. Крім того депозитні сертифікати призначені здебільшого не для грубого, а для точного регулювання грошового ринку і тому в подальшому цей інструмент необхідно використовувати за призначенням.

Отже, наш аналіз показує, що в цьому році орієнтована на стабільність грошова політика може базуватися не тільки на використанні депозитних сертифікатів, за умови виключення можливості реалізації сценарію S1. Таким чином все говорить на користь рестрикційної політики операцій на відкритому ринку. В наступному розділі (7) запропоновано заходи, які можуть полегшити застосування цього інструменту.

7. Рекомендовані заходи

Ключем до спрощення застосування рестрикційної політики операцій на відкритому ринку є *оживлення ринку ПОВДП*. Тому для того щоб розробити необхідні заходи, необхідно зробити невеликий огляд цього ринку. Первинний ринок ПОВДП не існує, оскільки ці цінні папери більше не емітуються. Через те що практично всі облігації знаходяться у власності Національного банку, ним монополізована пропозиція на вторинному ринку ПОВДП. Комерційні банки формують (потенційний) попит на цьому ринку. З їхньої точки зору будь-які цінні папери мають три характерні риси, які відіграють визначальну роль в процесі прийняття рішення про їх покупку: очікуваний фактичний дохід, рівень ризику та ліквідність. Невелике бажання комерційних банків купувати ПОВДП можна пояснити тим, що сьогодні на ринку кредитного капіталу існують альтернативні папери, комбінація вищеназваних трьох факторів яких виявляється набагато привабливішою. Отже, продаж ПОВДП буде лише тоді можливим, якщо їх фактична доходність підвищиться, ризик знизиться та/ або їх ліквідність зросте.

Єдина можливість підвищення **фактичної доходності** ПОВДП полягає в зниженні ціни їх продажу. Проте Національний банк, як це вже відзначалося вище, має продавати ці папери не надто дешево. Будучи монопольним продавцем на ринку, НБУ, не дивлячись на це, повинен бути готовим продавати ці облігації по ціні нижче номіналу. Різниця між номінально та ціною продажу ПОВДП має бути тим більшою, чим більше часу залишається до строку погашення – цього вимагає наявна в Україні стрімко зростаюча крива структури процентних ставок. Крім того продаж облігацій за ціною нижче номіналу повинна стимулювати додаткових покупців до дій, в сподіванні отримати прибуток в майбутньому.

Говорячи про ризик цих облігацій, необхідно розрізняти два наступні аспекти: інфляційний ризик та ризик несвоєчасних виплат. Для оцінки *інфляційного ризику* необхідно повернутися до рівняння зі Схеми 1, яким визначається ставка відсотку по облігаціях. Облігації зі строком погашення понад один рік прив’язані як до запланованого,

так і до фактичного рівня інфляції. Тому з точки зору інвестора не існує ніякого ризику. Оскільки якщо Уряд в перший рік занизить індекс інфляції, то на другий рік інвестор отримає компенсацію завдяки наявності в формулі коректуючого фактора, до складу якого входить показник фактичного рівня інфляції. Облігації ж зі строком погашення до одного року прив'язані лише до запланованого рівня інфляції, оскільки коректуючий фактор застосовується при розрахунках лише з другого року. Отже, ПОВДП зі строком погашення до року мають інфляційний ризик, вірніше ризик невірного прогнозування рівня інфляції в країні.

Цей факт має велике практичне значення, оскільки оживлення ринку ПОВДП можливе тільки для короткострокових паперів. Тому Уряд разом із Національним банком України мають довести громадськості, що заявлений річний рівень інфляції в 13,6% можна розглядати як реальний. Крім того потрібно полегшити зовнішнім експертам побудову власних прогнозів інфляції, своєчасно і без запізнення публікуючи всі необхідні для цього дані. Особливо це стосується найважливіших показників балансу НБУ та динаміки розвитку обсягів грошової бази, які Національний банк має оприлюднювати частіше і, передусім, з набагато коротшою часовою затримкою. Сьогоднішній стан речей, коли ці дані публікуються щомісяця з запізненням в 45 днів, ускладнює побудову прогнозів та зменшує готовність інвесторів купувати короткострокові ПОВДП.

Значним недоліком ПОВДП з точки зору інвестора є їх великий *ризик несвоєчасних виплат відсотків*, який обумовлюється низькою платоспроможністю (бонітетом) держави. Найочевиднішим, але одночасно і дуже важливим заходом по підвищенню бонітету Уряду є своєчасне обслуговування всіх державних боргових зобов'язань. Для того щоб гарантувати безперебійне обслуговування боргів, потрібно вдатися до інституційних заходів. Такими можуть бути, наприклад, пріоритетне проведення всіх платежів по виплаті боргів та відсотків по ним при виконанні Державного бюджету або взяття державою на себе зобов'язань по сплаті інвесторам додаткових відсотків в якості штрафу за прострочення платежів.

Запропоновані вище заходи є безумовно жорсткими, проте вони є справедливими. Низький бонітет держави ускладнює продаж державних облігацій та позбавляє Національний банк єдиного потенціального засобу проведення політики, орієнтованої на стабільність. Крім того не можна виключити того, що неспроможність держави брати в борг та обслуговувати ці боги призведе в майбутньому до фінансування дефіциту бюджету шляхом залучення кредитів з боку Національного банку. До цього можна навести ще один аргумент: доти, доки платоспроможність держави не буде визнана, буде існувати "де факто" залежність Національного банку від Уряду.

Крім того запропоновані заходи можна рекомендувати не тільки з точки зору грошової політики. Негативні макроекономічні наслідки низької платоспроможності держави поширюються також на інші важливі сфери. Непередбачуваність рівня інфляції (внаслідок низького бонітету) ускладнює укладання кредитних угод, орієнтує ринок кредитних капіталів на короткострокові операції та сприяє доларизації економіки. Відсутність безризикових цінних паперів ускладнює, при низькому бонітеті комерційних банків, створення заощаджень домашніми господарствами та стимулює безвідсоткове зберігання і накопичення готівкової іноземної валюти.

Ліквідність цінних паперів характеризує їх близькість до грошей. Цінний папір вважається ліквідним, якщо його можна швидко продати, при цьому не за низькою ціною. Чим довший строк погашення певного паперу, тим важливішою є його ліквідність. Оскільки ПОВДП є здебільшого середньо- та довгостроковими облігаціями, то їх привабливість може бути значно підвищена шляхом покращення їх ліквідності.

Національним банком вже було вжито слушних заходів для підвищення ліквідності цих облігацій: НБУ виступає в ролі "створювача ринку" ("market maker") та щоденно формує тверді курси купівлі та продажу. Підвищенню ліквідності ПОВДП може також сильно сприяти і Міністерство фінансів України, а саме через орієнтацію своїх нових короткострокових (КГО) та середньострокових (СГО) облігацій на вже існуючі ПОВДП. Строки погашення, терміни сплати відсотків та основної суми боргу, а також ставки відсотків за цими паперами мають бути гармонізовані. Завдяки інтеграції первинного та вторинного ринків має підвищитися ліквідність не тільки ПОВДП, а й нових облігацій Міністерства фінансів. Запропонована нами інтеграція ринків підтримає таким чином плани Уряду підвищити середній строк погашення його облігацій. Нові середньострокові папери можна буде простіше або з меншою процентною ставкою продати на ринку, тим самим зменшуючи тягар для Державного бюджету. Отже, в інтеграції обох ринків має бути зацікавленим Міністерство фінансів; тому можна тільки засудити тенденцію до сегментації ринку, яка сьогодні спостерігається. Це ж саме стосується й намагань сформувати сегментований ринок для населення.

В разі якщо злиття первинного та вторинного ринків не відбудеться, Національному банку України можна рекомендувати якомога скоріше продати ПОВДП для того, щоб не залишитися й в подальшому єдиним власником цих паперів. Тому що, як тільки це відбудеться, Міністерство фінансів вже не зможе так легко як в інших сегментах керувати ринком ПОВДП для спрямування вільного капіталу на первинний ринок. Крім того існує реальна загроза незалежності Національного банку і тим самим орієнтованій на стабільність грошовій політиці в Україні. Тому можна повторити в цьому місці наші вимоги до НБУ ще раз: запропонувати на ринку частину своїх облігацій за ціною нижче номіналу та продати їх.

8. Висновки

Зниження рівня інфляції має бути головним макроекономічним завданням Уряду та Національного банку в цьому році. Високий індекс інфляції ускладнює встановлення середньо- та довгострокових боргових відносин, що в свою чергу не сприяє розвитку ринку кредитних капіталів та стимулює доларизацію економіки. Крім того інфляція призводить до значного перекосу в розподілі доходів не на користь малозабезпечених верств населення. Інфляція разом із фактичною фіксацією обмінного курсу спричинять також реальну ревальвацію гривні, що в середньостроковому плані призведе до зменшення позитивного зовнішньоторгівельного сальдо України. Таким чином можна сумніватися в доцільності проведення політики фіксації обмінного курсу за умов нетто виплат Україною за кордон ("нестала" політика).

Національний банк та Уряд несуть в цьому році *спільну* відповідальність за стабільність цін. Щоб досягти необхідного оживлення ринку ПОВДП, Національний банк має в значній мірі підвищити свою готовність до продажу цих паперів. Крім того діяльність НБУ во власних же інтересах має стати прозорішою і банк має краще та швидше інформувати громадськість про свою політику. Міністерство фінансів має на інституціональному рівні забезпечити своєчасність обслуговування своїх боргів (особливо ПОВДП). Окрім всього іншого для підвищення ліквідності ринків облігацій державної позики міністерство має провести злиття вторинного ринку ПОВДП та первинного ринку нових державних облігацій.

Р.Д., рецензент У.Т.
березень 2001 року