Центр соціальних та економічних досліджень

Адреса: Bagatela St., 14,
00-585, Warsaw, Poland
Tel.: (48 22) 628-0912
Fax: (48 22) 628-6581
E-Mail: case@case.com.pl
case@case.kiev.ua

Гарвардський інститут міжнародного розвитку

Адреса: 252001, Україна, Київ,
вул. Хрещатик 10 Б
Тел.: (044) 228-8660, 228-1349
Fax: (044) 228-1349
E-Mail: hiid@hiid.kiev.ua

Взаємозв'язок між монетарною та фіскальною політикою в Україні

Малгожата Маркєвіч

Київ
28 жовтня 1998 року

Після колапсу російського ринку Україна перебуває в стані глибокої економічної кризи. Уряд та Національний банк України 5 вересня прийняли рішення про перегляд валютного коридору в межах 2.5-3.5 UAH/USD[1]. Нові параметри коридору встановлено на необмежений період. Окрім того, 4 вересня Правління директорів Міжнародного валютного фонду ухвалило надати Україні кредит за Програмою розширеного фінансування на суму 2,2 млрд. доларів США. Перший транш кредиту МВФ, разом із запровадженням адміністративного контролю на валютному ринку та реструктуризацією внутрішнього державного боргу, допоміг уникнути раптового вичерпання валютних резервів. Однак це лише короткостроковий захід для контролю над державною ліквідністю. Інфляційні наслідки девальвації гривні ще не відчутні повною мірою, проте надходження до бюджету вже зменшилися. Зважаючи на величезну суму заборгованості між підприємствами, бюджетної заборгованості, реструктуризацію державного боргу й різку девальвацію гривні, цілком очевидно, що необхідно затвердити нові антикризові заходи для відновлення довіри до внутрішньої валюти. Слід обговорити такі питання.

По-перше, існує думка про те, що жорстка монетарна політика спричинила низький рівень монетизації економіки і значну заборгованість між підприємствами. Звернемося до фактів. Восени 1997 року центральний банк почав брати участь на первинному ринку ОВДП. Відтоді частка ОВДП, які придбав НБУ, постійно збільшується. Станом на 21серпня 1998 року обсяги ОВДП, які купив НБУ, складали 7588 млн. гривень (63% ринку). Оскільки центральний банк почав купувати ОВДП на первинному ринку, то монетарна політика не може бути жорсткою. З того часу монетарна політика підпорядковується фіскальній політиці.

По-друге, центральний банк брав участь у переговорах щодо умов запозичення на міжнародних фінансових ринках, приймаючи на себе зобов"язання по боргах бюджету. Центральний банк було залучено до процесу хеджування зовнішніх кредитів в іноземній валюті, що, з одного боку, звело до мінімуму ризик для інвесторів, а з другого боку, збільшило ризик для НБУ. При девальваційному тиску це призводило до зменшення рівня резервів в іноземній валюті.

По-третє, згідно з рішенням центрального банку, для покриття резервних вимог було використовувалися ОВДП. Це стимулювало збільшення попиту на цінні папери. Масштаби допомоги, яку НБУ надає бюджету для збереження ліквідності державного боргу суперечить думці про жорстку монетарну політику.

До початку кризи (серпнь 1998 року) центральний банк міг нейтралізувати результати експансійної фіскальної політики. Тим не менше, участь центрального банку на первинних аукціонах ОВДП поміняла його роль з пасивного агента Міністерства фінансів на активного учасника ринку ОВДП. Внаслідок цього, центральний банк також повинен відповідати за проведення фіскальної політики.

Ще одним питанням є зв'язки між НБУ та Міністерством фінансів в контексті передачі прибутків НБУ до бюджету. Центральний банк як державна інституція зобов'язаний передавати свої прибутки до бюджету. З участю НБУ в операціях по ОВДП ці зобов'язання стали ще більш очевидними.[2] Розмір прибутку НБУ, що підлягав

[1]*Попередній валютний коридор 1,8-2,25 UAH/USD було встановлено 21 січня на весь 1998 рік. Водночас, органи влади, відповідальні за монетарну політику, скасували валютний коридор 1,75-1,95, запроваджений 31 жовтня 1997 року для першого півріччя 1998 року.*

[2]*Згідно з бюджетом на 1997 рік, НБУ здійснив трансферт своїх прибутків у бюджет на суму 200 млн.*

перечисленню до бюджету, в бюджеті на наступний рік був затверджений як фіксована сума, і не відповідав дійсним прибуткам від операцій по ОВДП. Внаслідок цього, ці трансферти не відбивали фактичних прибутків центрального банку, вони підвищили вартість державного боргу, зменшили рівень бюджетних надходжень, а відтак, збільшили дефіцит бюджету.

Однак, ми не можемо сказати, що рівень процентних ставок на первинному ринку ОВДП був вищим із-за того, що НБУ використовував своє особливе положення на цьому ринку. Високий рівень процентних ставок був наслідком обмеженого попиту на ОВДП. Ця теза підтверджується розширенням участі НБУ на цьому ринку. Він купував середньо-строкові ОВДП та, якщо ці папери не купував ніхто інший, відповідно, з меншою ставкою доходності. Це було також ознакою прагнення НБУ проводити дезінфляційну політику. Нижчі номінальні процентні ставки в середньостроковій перспективі є ознакою, щонайменш, стабілізації (якщо і не падіння) реального доходу від операцій з ОВДП, в умовах зменшення інфляції.

Тим не менше, кредит бюджету витіснив кредити економіці, оскільки, розширюючи кредитування бюджету, центральний банк, водночас, зменшував суму кредитів економіці (див. Табл.1).

Таблиця 1. Процентні зміни в агрегованих показниках балансу НБУ.

	dRM	dNFA*	dNetCG*	DCDepB*	DOINet*
I 1997	8.3%	1.8%	-4.6%	4.6%	6.4%
II	0.6%	2.2%	-0.6%	-2.8%	1.9%
III	-1.1%	-1.8%	2.2%	2.3%	-3.9%
IV	6.5%	2.9%	3.8%	0.5%	-0.7%
V	2.4%	-1.8%	1.6%	0.0%	2.6%
VI	6.7%	6.8%	-0.9%	0.0%	0.7%
VII	8.4%	1.7%	4.4%	2.8%	-0.5%
VIII	9.3%	14.8%	-3.5%	2.4%	-4.3%
IX	-6.0%	-10.6%	3.6%	0.5%	0.5%
X	-2.1%	-1.2%	-2.9%	-0.5%	2.1%
XI	2.1%	-2.7%	6.0%	0.2%	-1.1%
XII	6.8%	-3.3%	7.0%	3.4%	-0.4%
I 1998	-8.1%	-6.6%	4.8%	-2.5%	-3.8%
II	-2.6%	-0.2%	0.4%	-3.7%	1.0%
III	7.4%	2.0%	4.1%	-1.8%	3.1%
IV	1.7%	12.5%	11.9%	-0.7%	-22.0%
V	-1.7%	-9.0%	2.6%	-2.0%	6.8%
VI	2.1%	-9.2%	8.3%	3.2%	-0.3%
VII	1.9%	-8.4%	10.6%	0.4%	-0.8%

Прим.: d означає процентні зміни до попереднього місяця, RM – резервні гроші, NFA* - чисті іноземні активи, NetCG* - чистий кредит уряду, CDepB* - чисті кредити комерційним банкам, OINet* - інші статті (чисті). Позначка * означає, що всі значення уточненено згідно з оцінками коригування.

гривень. Реалізована сума складала 92,5 млн. гривень. Для бюджету на 1998 рік було схвалено суму 200 млн. гривень. Згідно з даними Державного Казначейства, у першому півріччі цього року НБУ здійснив до бюджету трансферт на суму 135 млн. гривень поточних надходжень. Поправки до бюджету на 1998 рік забезпечили збільшення прибутків НБУ для передачі до бюджету з 200 млн. до 400 млн гривень. У липні цього року Національний банк передав до бюджету свої прибутки в сумі близько 180 млн.гривень.

Для кращого розуміння взаємозв'язку між НБУ та бюджетом в Україні, розглянемо, що відбувається, коли центральний банк проводить спекулятивні операції на первинному ринку ОВДП.

1. Центральний банк розпочав діяльність на первинному ринку ОВДП з купівлі ОВДП. Збільшення чистих кредитів уряду призводить до збільшення резервних грошей на таку саму суму (припустимо, що центральний банк не проводить політику негативної стерилізації[3]).

2. При погашенні ОВДП, проданих Національному банку, вартість кредитів уряду на активному боці балансу, так само, як і резервні гроші з правого боку балансу (пасиви), зменшуються. Якщо Міністерство фінансів виплачує проценти по ОВДП, які придбав НБУ, то зменшення кредитів уряду та резервних грошей є інтенсивнішим, ніж початкове зростання в цих категоріях, спричинене випуском ОВДП. Однак, слід зазначити, що збільшення резервних грошей може використовуватися комерційними банками для розширення їхньої кредитної діяльності. З боку фінансового сектора, результати такої операції можуть бути різними. Хоча на момент погашення ОВДП резервні гроші зменшуються, однак за час обігу облігацій може збільшитися М2, створюючи тим самим інфляційний тиск.

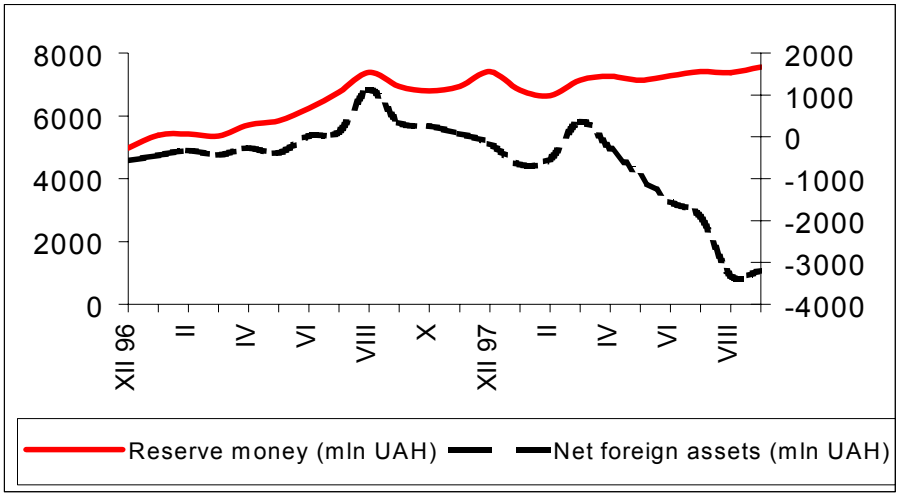
3. Припустимо, що центральний банк пролонгує ОВДП, які підлягають погашенню, витрачаючи всі зароблені гроші на ринку ОВДП (з процентами) для купівлі нових ОВДП. Якою б не була дисконтна ставка нового випуску, резервні гроші збільшуються лише один раз – при першій купівлі ОВДП Національним банком на первинному ринку і на величину вартості цих ОВДП без дисконту.

4. Припустимо, що НБУ розширює участь в ОВДП, пролонгуючи наявні бюджетні зобов'язання. Якщо вартість купівлених ОВДП вища за номінальну вартість пролонгованих ОВДП, то резервні гроші збільшуються кожного разу на суму різниці між вартістю нових придбаних ОВДП та пролонгованих ОВДП. Відтак, з'являється постійне джерело створення резервних грошей.

Завдяки політиці негативної стерилізації, збільшення бюджетних зобов'язань центрального банку не призводить до прямих інфляційних наслідків. Даючи кредити уряду (тобто купуючи ОВДП), центральний банк, одночасно конвериує в тверду волюту кошти нерезидентів, які виходять із ринку ОВДП, приборкуючи в такий спосіб збільшення резервних грошей (див. Табл.1). Це можна розцінити як короткострокову політику, яка загрожує макроекономічній стабільності. По-перше, монетарна політика спрямована на підтримку бюджету, не стимулювала запровадженню необхідних фіскальних реформ. По-друге, політика негативної стерилізації призвела до додаткового тиску на резерви в іноземній валюті та, окрім того, почала загрожувати стабільності валютного курсу. По-третє, центральний банк проводив стерилізаційну політику непослідовно (див. Графік 1).

Графік 1. Чисті іноземні активи центрального банку та резервні гроші: січень 1996 - серпень 1998.

[3]*Негативна стерилізація – зменшення рівня іноземних активів для нейтралізації впливу збільшення кредиту уряду на резервні кошти.*



Прим.: Reserve money (mln UAH) = Резервні гроші (млн. гривень)
Net foreign assets (mln UAH) = Чисті іноземні активи (млн. гривень)

Оскільки на український ринок ОВДП почав надходити портфельний капітал, то відразу за збільшенням чистих іноземних активів резервні гроші і монетарний агрегат М2 також почали збільшуватися. Восени 1997 року короткостроковий капітал почав залишати ринок ОВДП. Зменшення іноземних активів центрального банку не супроводжувалося пропорційним зменшенням резервних грошей. Покриття резервних грошей чистими іноземними активами зменшилося. Внаслідок цього, зменшився простір для маневру в монетарній політиці та політиці валютного курсу. Центральний банк провадив політику вибору між залученням портфельного капіталу на первинний ринок ОВДП та участю НБУ. Що меншою була частка короткострокового зовнішнього капіталу, то більшою була частка НБУ на ринку ОВДП. Зменшення резервних грошей утруднювалося. На пасивному боці балансу НБУ не відбивалися зміни в структурі активів (заміщення іноземних активів кредитами уряду).

Немає сенсу продовжувати таку невиважену політику. Зважаючи на нинішній рівень валових іноземних активів і пасивів в іноземній валюті, мета нагромадження іноземних резервів для збереження їх сталого рівня (що дорівнює принаймні імпорту за два місяці) вважається надзвичайно важкою метою. Політика негативної стерилізації не може тривати далі. Якщо ж центральний банк продовжуватиме фінансувати бюджет за допомогою купівлі ОВДП при відсутності негативної стерилізації, то збільшення кредитів уряду призведе до збільшення резервних грошей, а з певним лагом, посилить інфляційний тиск. При високих девальваційних очікуваннях будь-який додатковий фіскальний дисбаланс може привести до гіперінфляції. Одним із наслідків кризи може стати руйнація ринку ОВДП. З початку вересня центральний банк є єдиним учасником первинних аукціонів (на 1 жовтня НБУ володів 75% ОВДП, випущеними з початку року). Процес переконання інвесторів і відновлення довіри до уряду займе багато часу. Вирішальним питанням є врегулювання взаємозв'язків між державними органами влади, відповідальними за фіскальну та монетарну політику. Бюджет не повинен більше фінансуватися центральним банком. При відмові від такої політики державний зведений бюджет повинен бути збалансованим. Потрібно досягти первинного надлишку бюджету з тим, щоб мати засоби для обслуговування вже існуючих зобов'язань.

Однією з передумов подолання кризи є врегулювання взаємозв'язку між монетарною та фіскальною політикою. Фіскальна політика є джерелом нинішніх проблем політики валютного курсу (майже 60% девальвація з початку кризи в середині серпня), а також

монетарної політики (підвищення рівня інфляції й зміни в балансовій структурі НБУ). Без раціонального (тобто з первинним бюджетним надлишком) бюджету на 1999 рік криза лише розширюватиметься.