

Список використаних джерел:

1. Hung, L. V., & Pfau, W. D. (2009). VAR analysis of the monetary transmission mechanism in Vietnam. *Applied Econometrics and International Development*, 9(1), 165-179.
2. Глушенко О.В. Канал процентних ставок монетарного трансмісійного механізму як складова частина фінансової архітектури України, 2016. URL: <http://we.clmconsulting.pl/index.php/we/article/view/239/608>
3. Дадашова П.А. Процентний та кредитний канали трансмісійного механізму в макроекономічному середовищі України. URL: http://ekmair.ukma.edu.ua/bitstream/handle/123456789/11715/Dadashova_Protsentnyi_ta_kredytnyi_kanaly_transmisiinoho_mekhanizmu.pdf?sequence=1&isAllowed=y
4. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/imf/pokaze.html>
5. Прімерова О.К., Янчук В.О. (2017) Особливості монетарної політики в Україні на сучасному етапі.
6. Trading economics. URL: <https://tradingeconomics.com/>
7. CEICdata. URL: <https://www.ceicdata.com/en>

Токарчук Т. В.

*Заступник начальника управління - начальник відділу
Департаменту монетарної політики та
економічного аналізу, Національний банк України*

ПЕРСПЕКТИВИ ВИПЛАТ ЗА УКРАЇНСЬКИМИ VRI

Стимулювання економічного зростання та підтримка його темпів на стабільному рівні є на сьогодні одними з основних цілей економічної політики уряду будь-якої країни. Так, і в Україні досягнення стійкого економічного зростання є ключовим елементом стратегії розвитку національної економіки, загальним орієнтиром економічної політики держави. При цьому необхідно зважати на те, що економічне зростання України необхідно узгоджувати з параметрами реструктуризації зовнішнього державного боргу. Адже як відомо з умов реструктуризації зовнішнього державного боргу України, наша країна зобов'язана виплачувати зовнішнім кредиторам додатковий бонус «за зростання», який розраховується за спеціальною формулою.

Нагадаємо, що в 2015 році Україна реструктуризувала 13 емісій облігацій та на 20% з них (3.2 млрд дол. США) запровадила механізм використання інструментів компенсації вартості (VRI - Value Recovery Instrument). Згідно з цим механізмом можливі виплати залежать від зростання реального ВВП: у разі, якщо воно становитиме менше 3% – жодних виплат не передбачається. Якщо зростання становитиме 3-4%, то держава через два роки сплачуватиме 15% від номінального ВВП (в доларах США) помноженого на дефлятор та темпи зростання реального ВВП, що перевищують поріг в 3%. Якщо українська економіка зростатиме більше 4% на рік, то вже 40% від аналогічного показника та порогу в 4%. Також діє обмеження на максимальну суму виплат в 1% протягом перших п'яти років виплат. Додатковий критерій за розміром номінального ВВП (>\$125 млрд.) Україна вже формально виконала в 2018 році, тому єдиним критерієм, від якого залежатиме розмір майбутніх виплат – значення зростання реального ВВП у найближчі 20 років.

За поточним прогнозом НБУ в 2021 та 2022 роках виплат не буде, оскільки в 2019 та 2020 роках економіка зростатиме повільніше, ніж порогове значення закладене у формулу виплат. Але графік платежів розписаний аж до 2040 року, тож чи загрожуватимуть зовнішній стійкості України майбутні виплати за українськими варрантами?

За базовим прогнозом НБУ виплати почнуться лише в 2023 році, а їх розмір щороку зростатиме у номінальному вираженні з \$160 млн до \$860 млн у 2040 році, але будуть стабільними у відсотках до ВВП (0.12% щороку). Сукупні виплати за варрантами у такому випадку становитимуть \$8.6 млрд, або 2.1% від ВВП, за умов стабільного зростання економіки України на 4% починаючи з 2022 року, стабільної інфляції 5% на рік та

номінальної девальвації 1% на рік. Така сума виплат не визиває занепокоєння, адже ВВП у поточних цінах зростає в 2040 році до 710 млрд. дол США. Але що буде, якщо зростання економіки буде не таким рівномірним? Адже в хоча періоди спадів Україна не буде платити нічого, але в періоди бумів, навпаки – виплати зростатимуть дуже суттєво та можуть сягнути декількох мільярдів доларів на рік.

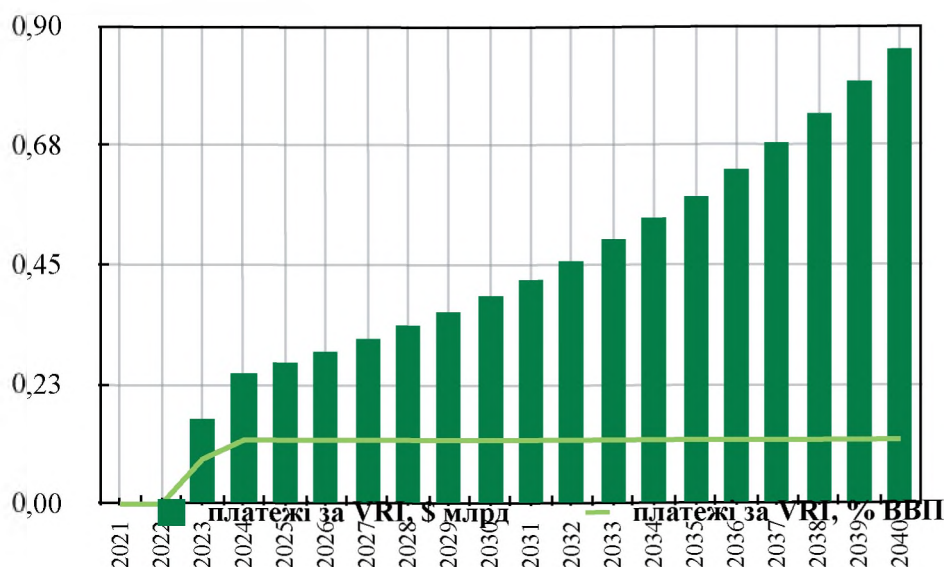


Рис. 1. Платежі за VRI, 2021-2040 рр.

Розглянемо декілька альтернативних сценаріїв, перші два з яких – історичні. Змоделюємо першу ситуацію – якщо б такий інструмент, як VRI був запроваджений одразу після кризи 1998 року, тобто ВВП України зростатиме впродовж наступних 20 років такими ж темпами, як і попередні 20 років. Та другу – якщо б Україна зростала так само, як Польща у 1994-2014 роках.

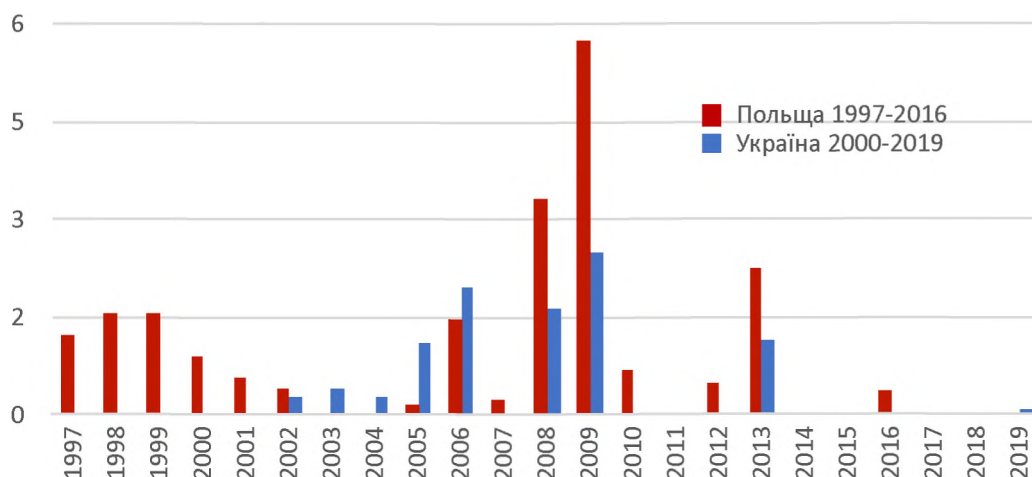


Рис. 2. Історичні сценарії виплат за VRI

Як видно з рис. 2, у першому випадку сума виплат не сильно відрізняється від базового сценарію, однак у другому – вже значно більша та становить 21 млрд. дол США. Більш того пікові виплати в такому сценарії сягатимуть майже 6 млрд. дол на рік, що могло б спричинити певні складнощі з фінансуванням таких значних погашень в окремі періоди. Загальна ж сума виплат хоча і видається досить значною, однак в умовах прискорених темпів

зростання економіки не видається загрозливою, оскільки у відсотках до ВВП сукупно складатиме не на багато більше.

Останній сценарій, який хотілося б розглянути – більш складний. Він передбачає використання методу Монте Карло (Monte Carlo simulations), тобто проведення кілька тисяч симуляцій та усереднення результатів. Такий сценарій базуватиметься на декількох варіантах припущень та враховуватиме волатильність Української економіки. Це означає, що хоча ВВП і буде коливатись навколо свого довгострокового потенційного рівня, але кожного року будуть враховані випадкові шоки, що відхилятимуть економічне зростання від стабільної траєкторії.

Для цього сценарію критично важливим є вибір значення потенційного ВВП, а також розмір волатильності економічного зростання. Адже за умови тривалих епізодів значного зростання ВВП виплати також зростатимуть дуже суттєво, а сукупні виплати можуть відрізнятись в рази. Як видно з таблиці було розглянуто три варіанта припущень для цього сценарію, які відрізнялись середньою величиною зростання: 3% або 4%, а також розміром шоків, що відхиляють зростання від цієї середньої: такими, як спостерігались на історії України, або такі, які притаманні країнам східної Європи. У результаті сукупні виплати становитимуть від 18 млрд. дол США за умов більш скромних темпів зростання економіки до майже 57 млрд. дол США у випадку як більш суттєвого зростання, так і більш значної волатильності. В останньому випадку значною видається не сама загальна сума виплат, а окремі періоди протягом яких боргове навантаження видається дуже значним, а виплати в окремі роки можуть сягати 5-10 млрд дол США.

Таблиця 1. Сценарії економічного зростання та виплат за VRI

$GDP_{real}^{mean}, \%$	$GDP_{real}^{st.dev}, \%$	$GDP_{defl}^{\$}, \%$	Total payments, USD bn
4	3	4	31.7
4	6	4	56.6
3	3	3.5	18.2

У цьому контексті впровадження режиму інфляційного таргетування, однією з головних переваг якого перед іншими режимами є згладжування волатильності основних макроекономічних показників, видається «запобіжником» від надмірних коливань інфляції та ВВП. У результаті за нашими розрахунками економія на виплатах за нового режиму ІТ є майже дворазовою (близько 30 млрд дол США) через зниження волатильності темпів зростання ВВП порівняно зі старим режимом та історичною волатильністю.

Таким чином, чітке дотримання режиму інфляційного таргетування, використання правил у політиці, поступове зростання довіри економічних агентів, та відповідне зниження інфляційних очікувань дозволить значно знизити ризики надмірних виплат за українськими VRI в окремі роки.

Список використаних джерел:

1. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.
2. Прімерова О.К., Янчук В.О. (2017) Особливості монетарної політики в Україні на сучасному етапі.
3. Лук'яненко, І., Фари́на, О. (2016). Макрофінансова стабільність: моделі та методи оцінки.
4. Офіційний сайт Національного банку України. - Режим доступу: <https://bank.gov.ua>
5. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. - Режим доступу: <https://www.mof.gov.ua/uk>.