

7.9. Прийоми та методи урахування інфляції при оцінці проектів

Через те, що оцінка ефективності інвестиційного проекту базується на порівнянні пов'язаних з ним витрат і результатів, зміна цін на ресурси, що споживаються, і продукцію, що виробляється, викликана інфляцією, впливає на його ефективність.

Розглядають чотири напрями впливу інфляції:

1. Вплив темпу загального підвищення цін з часом.
2. Вплив неоднорідності підвищення цін (різні темпи підвищення цін на різні види товарів, послуг і ресурсів).
3. Вплив нерівномірності підвищення цін (змінні у часі темпи).
4. Вплив невідповідності між темпами зміни валютного курсу та темпами інфляції всередині країни і за кордоном.

Темп загального підвищення цін і його нерівномірність у часі *впливає на розмір оборотного капіталу і ефективність позик* – одержання позики на певний строк під певний відсоток може виявитися вигідним чи незалежно від того, як швидко зростає прибуток підприємства внаслідок зростання цін.

Неоднорідність інфляції виникає, наприклад, якщо ціни на продукцію, що виробляється, зростають повільніше, ніж ціни на ресурси, що споживаються. У даному випадку ефективність проекту зменшується. Проект, можливо, доведеться закрити раніше або необхідно переглянути розподіл продукції між внутрішніми і зовнішніми ринками.

Невідповідність темпів зміни валютного курсу і темпів інфляції приводить до того, що ефективність проекту у випадку його реалізації у різних валютах (наприклад, у гривнях і доларах) може виявитися різною (проект, не ефективний при реалізації в одній валюті, може виявитися ефективним при реалізації в іншій). Щоб адекватно відобразити це у розрахунках ефективності, необхідно:

- відповідно до загального принципу моделювання відобразити при розрахунку різні складові грошових потоків у тій валюті, в якій вони фактично реалізуються (тобто гривневу частину – в гривнях, доларову – у доларах тощо), а вже після цього, при побудові кінцевого грошового потоку, приводити їх до кінцевої валюти;
- кінцевою валютою обирають валюту (валюти) тієї країни (тих країн), для яких визначається ефективність.

Урахування впливу інфляції на ефективність проектів призводить до певного ускладнення розрахунків, особливо у випадку багатовалютних проектів. Тому неодноразово виникали питання: чи треба враховувати інфляцію взагалі, і якщо треба, то чи можна це зробити простіше?

Аргументи на користь спрощення процедур урахування інфляції:

- результат розрахунку ефективності проекту, у випадку однорідної інфляції, тобто однакової для всіх продуктів і ресурсів, загалом не залежить від її величини, і тому урахування інфляції не є необхідним; у крайньому випадку воно може відігравати лише допоміжну роль, тим більше, що невизначеність обсягів виробництва і продажу, цін, витрат та інших показників проекту може призвести до більш значних неточностей, ніж неврахування інфляції;
- прогноз на тривалий період є досить складним, і неточності у такому прогнозі можуть призвести до додаткових помилок;
- необхідно проводити розрахунки у якійсь твердій валюті, наприклад, у доларах США чи євро і в цьому випадку інфляцію не враховувати або враховувати спрощеними методами.

Аргументи на користь якомога повного урахування інфляції у розрахунках ефективності інвестиційних проектів:

- однорідна інфляція, особливо щодо багатовалютних проектів, – це швидше виняток, ніж правило, крім того, і вона впливає на показники ефективності, в основному впливаючи на величину оборотного капіталу і запозичені кошти. При цьому, якщо вплив інфляції на розмір запозичених коштів можна певним чином урахувати при розрахунку в постійних цінах (це робиться у деяких проектах), то її вплив на розмір оборотного капіталу в цьому випадку не враховується, що призводить до помилок;
- співвідношення помилок за рахунок неврахування інфляції і неточності вихідних даних завчасно невідомо – у ряді випадків інфляція досить істотно впливає на ефективність проекту. Крім того, не слід через інформаційні труднощі (визначення вихідних даних) допускати розрахункові та методичні помилки;
- незважаючи на труднощі з прогнозуванням інфляції, є можливість досить надійно оцінити верхню межу її впливу на ефективність проекту. Особливо треба відзначити, що рекомендація не враховувати інфляцію взагалі при розрахунку фактично вимагає прийняти умову, що в усіх випадках вона дорівнює нулю, а це також прогноз, але гірший, ніж більшість інших і помилки від такого прогнозу ані трохи не менші, ніж будь-які інші, і досить часто завищують показники ефективності проекту;
- вирішення проблеми урахування інфляції за допомогою переходу до твердої валюти не є вирішенням ситуації з двох причин: по-перше, якщо вплив інформації на проект об'єктивно існує, він не може змінитися при зміні валюти, в якій відображаються грошові потоки, по-друге, значення показників ефективності проекту можуть залежати від того, в якій валюті здійснюються (не відображаються) платежі.

Тому враховувати вплив інфляції та участь у проекті декількох валют все ж таки є необхідним для правильної оцінки ефективності проекту.

Постійні, змінні і дефльовані ціни

Ціни товарів, робіт, послуг (окрім відсоткових ставок) залежно від способу урахування в них інфляції поділяють на постійні, змінні і дефльовані.

Постійні (незмінні) ціни – це фіксовані ціни на товари і послуги, які вважаються діючими впродовж усього розрахункового року.

Залежно від того, на якому рівні зафіксовані ці ціни, результати розрахунку будуть різними. На практиці застосовується декілька різновидів постійних цін:

- кошторисні ціни певного року (у системі ціноутворення такі ціни називаються базисними);
- ціни, які фактично діяли у певний момент виконання часу (ціни на певну дату);
- ціни, які фактично діяли у момент виконання розрахунку ефективності (такі ціни називаються поточними);
- ціни, які фактично діяли або будуть діяти у базисний момент часу. Якщо базисний момент часу ($t = 0$) збігається з моментом виконання розрахунків ефективності або передує йому, то відповідні ціни (їх іноді називають базисними) розраховуються на основі фактичної інформації, в іншому випадку вони визначаються шляхом прогнозування фактично діючих на момент розрахунків.

Змінні (прогнознi) ціни – це у загальному випадку ціни, що змінюються у часі, які, як очікується, будуть діяти на відповідних кроках розрахункового періоду.

Змінні ціни розраховуються за кроками розрахункового періоду. На початковому кроці вони приймаються виходячи з фактичних цін на відповідний момент або на момент розрахунку. Динаміка змінних цін на наступних кроках або прогнозується безпосередньо (наприклад, шляхом екстраполяції тенденцій, що склалися, або виходячи з необхідності зближення цих цін зі світовими), або розраховується виходячи з темпів інфляції, що прогнозується.

Дефльованими цінами називають змінні ціни, приведені до базисної (яка склалася до базисного моменту) купівельної спроможності грошей. Дефлювання цін на товари виробництва здійснюється шляхом ділення на загальний (базисний) індекс інфляції.

У ряді випадків будуть зустрічатися показники, обчислені як темпи зростання або приросту будь-яких витрат або результатів. При цьому має істотне значення, в яких цінах виражені ці витрати або результати. Темпи зростання витрат (результатів), що виражені у змінних цінах, називаються *номінальними*. Якщо витрати (результати) виражені у постійних або дефльованих цінах, відповідні темпи називаються *реальними*.

Основні характеристики інфляції

Динаміка економічних процесів може розглядатися як у дискретному, так і безперервному часі. У першому випадку типовою для більшості розрахунків ефективності інвестиційних проектів є ситуація, коли розрахунковий період розбивається на кінцеву кількість кроків, для кожного з яких визначається та чи інша характеристика процесу. У другому випадку характеристики процеси вважаються такими, що безперервно змінюються. Процеси інфляції зручно розглядати у безперервному часі. Будемо вважати, що продукти, які виробляються і споживаються у проекті (цим терміном ми характеризуємо і ресурси, і послуги тощо), пронумеровані, і розглянемо один, k -й з них.

Індексом цін (*price index*) $J_k(t, s)$ на продукт k за час від моменту s до моменту t називається частка від ділення ціни $P_k^c(t)$ на цей продукт у момент t на ціну $P_k^c(s)$ на той самий продукт у момент s :

$$J_k(t, s) = \frac{P_k^c(t)}{P_k^c(s)}. \quad (7.16)$$

Зрозуміло, що обидві ціни повинні виражатися в однакових одиницях і в одній валюті. Тому індекс цін – величина безрозмірна, що виражається як частка або у відсотках. Верхній індекс „ c ” використовується для того, щоб підкреслити, що у формулі (7.16) мова йде про зміну цін лише за рахунок інфляції.

У випадку, коли як момент s береться момент t_0 , що розглядається (у даному розрахунку) як початковий, відповідний індекс ціни називається *базисним*. Із визначення випливають дві основні властивості базисних індексів:

- *оберненість* – для будь-яких t і s справедлива рівність

$$J_k(t, s) = \frac{1}{J_k(s, t)}, \quad (7.17)$$

зрозуміло також, що для будь-якого t

$$J_k(t, t) = 1; \quad (7.17a)$$

- *транзитивність* – якщо t_1, t_2, \dots, t_m – певні моменти часу, то

$$J_k(t_m, t_1) = J_k(t_2, t_1) \cdot J_k(t_3, t_2) \cdot \dots \cdot J_k(t_m, t_{m-1}). \quad (7.18)$$

Темпи зміни ціни на продукт k у момент часу t – $i_k(t)$ визначаються формулою

$$i_k(t) = \frac{1}{J_k(t, s)} \cdot \frac{\partial J_k(t, s)}{\partial t} = \frac{\partial}{\partial t} \ln J_k(t, s). \quad (7.19)$$

З (7.18) випливає, що темп зміни ціни фактично не залежить від моменту s , і тому (7.19) коректно. Розмірність темпу зміни ціни дорівнює $1/(\text{Одиниця часу})$, або $\% / (\text{Одиниця часу})$, наприклад, $\%$ за рік, або $\%$ за місяць. Стосовно цін на фінансові ресурси (процентні ставки) індекси і темпи інфляції, як правило, не визначаються.

Загальний базисний індекс інфляції $J_G(t, t_0)$ – це індекс ціни у кінцевій валюті, який визначається за деякою досить великою сукупністю продуктів.

Властивість транзитивності для загального індексу інфляції автоматично може не виконуватися і для забезпечення транзитивності необхідні спеціальні заходи. Найбільш повна характеристика загальної інфляції дається *дефлятором валового національного продукту (ВНП) або дефлятором валового внутрішнього продукту (ВВП)* – відношення обсягу ВНП (або ВВП) в цінах на момент t до його обсягу (при тому самому натуральному складі) у цінах початкового моменту часу в кінцевій валюті. Проте за рахунок того, що натуральний склад ВНП (ВВП) з часом змінюється, дефлятор ВНП (ВВП) можна вважати нетранзитивним. Тому як основу для визначення індексу інфляції часто застосовується ціна „кошика” продуктів постійного складу.

Індекс інфляції, розрахований на її основі, транзитивний, але придатність цього показника для характеристики впливу інфляції може змінюватися з часом. Це відбувається тому, що величина цього індексу залежить від складу того „кошика” продуктів, за якою він визначається, а з часом змінюється відповідність складу „кошика”, що реально використовується. По суті, обидва ці явища – не транзитивність дефлятора ВНП (ВВП) і непоказовість „кошика” продуктів постійного складу – виражають одне й те саме: зміну натурального складу ВНП (ВВП) з одночасною зміною цін (у тому числі завдяки неоднорідності інфляції). Практично розробники проекту, як правило, самі не досліджують

зростання цін, а використовують прогнози інфляції з різних джерел (у першу чергу офіційних), залучаючи у випадку необхідності експертів для їх коригування у відповідності до обраного сценарію.

Загальний темп інфляції $i_G(t)$ визначається виходячи із загального індексу інфляції за формулою, аналогічною (7.19).

В умовах загальної інфляції ціни на різні види товарів можуть змінюватися однаковими або різними темпами. У першому випадку інфляція називається однорідною. При однорідній інфляції структура цін у країні зберігається, і виробництво, яке рентабельне сьогодні, буде рентабельним і через певний період часу. Отже, у випадку однорідної інфляції ефективний проект залишається ефективним незалежно від моменту початку його реалізації.

Якщо темпи зростання цін на різні товари різні, то інфляція називається **неоднорідною** – в даному випадку у зв'язку зі зміною структури цін виробництво, яке рентабельне сьогодні, може стати нерентабельним, а віднесення початку проекту на більш пізній термін може перетворити ефективний проект на неефективний.

Ступінь неоднорідності інфляції від моменту t_0 до моменту t може визначатися відношенням $\frac{J_k(t, t_0)}{J_G(t, t_0)}$ індексів цін різних продуктів до загального індексу інфляції.

У дискретному часі (при розбитті розрахункового періоду на кроки) загальна інфляція характеризується:

- *базисним індексом* загальної інфляції за період від початкової точки (0) до кінця m -го кроку розрахункового періоду, який позначається $JG(tm, 0)$ або GJm . Він відображає відношення середнього (за досить великою сукупністю продуктів) рівня цін наприкінці m -го кроку до середнього рівня цін у початковий момент часу 0;
- *ланцюговий індекс* загальної інфляції за m -й крок $Jm = JG(tm, tm-1)$, що відображає відношення середнього рівня цін в кінці m -го кроку до середнього рівня цін на початку цього кроку;
- *середнім базисним індексом* загальної інфляції на m -му кроці MJm . Він відображає відношення середнього рівня цін протягом m -го кроку до рівня цін у початковий момент часу.

Властивості оберненості і транзитивності залишаються справедливими і для дискретного часу. З останнього випливає, що

$$GJ_m = J_0 \cdot J_1 \cdot \dots \cdot J_m. \quad (7.20)$$

Для середнього за деякий проміжок часу Δ темпу інфляції j (у частках одиниці) формула (7.20) матиме вигляд

$$j(t + \Delta, t) = \frac{J(t + \Delta, t_s) - J(t, t_s)}{J(t, t_s)\Delta}. \quad (7.21)$$

Оскільки незалежність j від t_s зберігається і у дискретному випадку, то, припускаючи, що $t_s = t$, $\Delta = 1$ (як правило, рік або місяць) і враховуючи визначення ланцюгового індексу інфляції J за той самий проміжок часу, ми одержуємо формулу

$$j = J - 1. \quad (7.22)$$

Якщо розрахунковий період розбитий на кроки різної тривалості, то порівняння темпів інфляції для різних кроків виявляється досить складним. У цьому випадку зручно всі темпи інфляції перерахувати у річні або місячні. Наприклад, якщо тривалість кроку складає Δ років, а індекс інфляції на цьому кроці (ланцюговий індекс інфляції) дорівнює J , то річний (середньорічний) темп інфляції на цьому кроці становить

$$j = J^{1/\Delta} - 1. \quad (7.22a)$$

Для одержання середньомісячних темпів інфляції у цій формулі під Δ необхідно розуміти тривалість кроку, виражену в місяцях. Навпаки, якщо вихідним для розрахунку прийнятий середньорічний темп j_m загальної інфляції на m -му кроці тривалістю Δ_m років (Δ_m може бути і нецілим), то через нього можна виразити загальний індекс інфляції j_m і середній для кроку базисний індекс інфляції MJ_m . При припущенні, що всередині кроку темп інфляції не змінюється, розрахункові формули будуть такими:

$$J_m = (1 + j_m)^{\Delta_m} \left\{ \begin{array}{l} \sqrt{GJ_{m-1} \cdot GJ_m} \approx \frac{GJ_{m-1} + GJ_m}{2} \text{ при } m > 0; \\ MJ_m = \\ \sqrt{GJ_0} \approx \frac{1 + GJ_0}{2} \text{ при } m = 0. \end{array} \right. \quad (7.23)$$

Вплив інфляції на відсоткові ставки

Відсоткові ставки, що використовуються у розрахунках ефективності, у більшості випадків є прогнозними, оскільки договори позик укладаються після ознайомлення кредитора з розрахунками ефективності проекту. Відсоткові ставки, які використовуються при розрахунку проектних платежів за фінансові ресурси, як правило, є *номінальними*. Поряд з номінальними відсотковими ставками при оцінці ефективності проектів використовуються *реальні відсоткові ставки*.

Реальна відсоткова ставка –

це така відсоткова ставка в постійних цінах (за відсутності інфляції), яка забезпечує кредитору таку ж дохідність від займу, що і номінальна відсоткова ставка за наявності інфляції.

Іншими словами, реальна відсоткова ставка – це номінальна ставка, що приведена до незмінного рівня цін, тобто скоригована з метою усунення впливу інфляції (у випадку, коли таке коригування здійснюється стосовно ефективних ставок, скориговані ставки називаються *реальними ефективними*).

Важливість реальної відсоткової ставки для кредитора полягає у тому, що вона дозволяє оцінити його реальний дохід, важливість її для позичальника у тому, що вона дозволяє (на жаль, у ряді випадків наближено) оцінити вплив позикового фінансування на ефективність проекту (але не необхідний обсяг позики), залишаючись у рамках розрахунку у постійних цінах. В умовах нестабільності реальні відсоткові ставки можуть бути основою для укладання кредитних угод, які задовольняють як кредитора, так і позичальника.

У відповідності до визначення реальна відсоткова ставка r_p знаходиться із відношення $Z(1 + r_n)/J_i = Z(1 + r_p)$, звідки

$$r_n = \frac{1 + r_n}{J_i} - 1. \quad (7.24)$$

Ця формула має назву формули Фішера. Якщо використовувати в ній замість індексу J_i темп інфляції i , то її можна представити і в інших еквівалентних формах:

$$r_p = \frac{r_n - i}{1 + i}; \quad r_n = r_p + i + r_p i; \quad 1 + r_n = (1 + r_p)(1 + i). \quad (7.24a)$$

У випадку, коли вирішено виконувати розрахунки ефективності у постійних цінах (наприклад, на початковій стадії розроблення інвестиційного проекту), урахування впливу інфляції на платежі за позиками необхідно проводити більш складними методами.

Якщо ж при цьому використовується формула Фішера, треба в крайньому разі розбити розрахунковий період на кроки так, щоб одержання позик, нарахування і виплата відсотків здійснювалися лише на початку відповідних кроків. У цьому випадку розрахунки за позиками, які у загальному випадку займають декілька кроків, представляються як послідовне одержання і погашення різних позик: на початку кроку 1

беремо позику Z_1 і повертаємо її з відсотками на початку кроку 2; в той самий час беремо ту або іншу позику Z_2 , яку повертаємо на початку кроку 3 і т.д. Для кожної з таких позик можна застосувати формулу Фішера. Проте цей метод вимагає великого обсягу розрахунків і не усуває недоліки, пов'язані з неправильним визначенням потреби у кількості позикових коштів і можливим завищенням податку на прибуток.

Строковість впливу інфляції на ефективність проекту

Залежно від строку розглядають три види впливу інфляції на ефективність проекту:

- довгостроковий;
- короткостроковий;
- середньостроковий.

Для оцінки впливу інфляції на ефективність інвестиційного проекту розглянемо елемент кінцевого грошового потоку на кроці m за умови, що всі залучені кошти є позиковими, і сумарне сальдо на кожному кроці до повернення боргу за кредитами наближається до нуля:

$$\varphi_c(m) = -K^c(m) + Q(m) \cdot P^c(m) - C_m^c - \Pi^c(m) - \Delta Ob^c(m) + (Poz - b - pr)^c(m), \quad (7.25)$$

K – обсяг капіталовкладень;

$Q \cdot P$ – сумарний обсяг виручки;

C – сумарні операційні витрати;

Π – податки;

ΔOb – приріст оборотних коштів;

Poz – величина позики;

b – величина основного поверненого боргу;

pr – величина сплачених відсотків.

Величина $(Poz - b - pr)^c(m)$ характеризує вплив позикового капіталу на кроці m .

На перші чотири члени в першій частині формули (7.25) інфляція впливає протягом усього розрахункового періоду. Його можна назвати *довгостроковим*. Але під цей вплив не підпадають оборотний капітал і позикові кошти.

У *короткостроковому періоді* інфляція впливає на оборотні кошти, в основному на величину дебіторської і кредиторської заборгованості.

Як правило, будь-яке підприємство має обидва ці види заборгованості. Дебіторська заборгованість виникає через затримку оплати продукції даного підприємства, кредиторська – через затримку оплати цим підприємством ресурсів, що ним використовуються. Відносна вага дебіторської і кредиторської заборгованості різна для підприємств різних видів.

Для більшості виробничих підприємств величина дебіторської заборгованості істотно вища, ніж величина кредиторської. Тому реалістичний розрахунок відповідних інвестиційних проектів має враховувати можливу затримку платежів за продану продукцію, яка досить часто виявляється суттєво (до декількох місяців), особливо якщо неможлива або ускладнена її реалізація з передоплатою. У той же час вдаватися до штучного збільшення кредиторської заборгованості у таких випадках не слід через те, що це означало б збільшення ланцюга неплатежів. Для підприємств торгівлі кредиторська заборгованість часто виявляється більшою за дебіторську. Тому інвестиційні проекти зі збільшеною дебіторською заборгованістю будуть умовно називатися *проектами виробництва*, а зі збільшеною кредиторською – *проектами торгівлі*.

Механізм впливу інфляції на дебіторську і кредиторську заборгованість однаковий, але напрямок впливу протилежний.

Розглянемо вплив інфляції на дебіторську заборгованість. Під її впливом до моменту оплати продукції підприємству гроші вже знецінюються, що призведе до зменшення притоку грошей у дефльованих цінах.

Короткостроковий вплив інфляції на дебіторську і кредиторську заборгованість обумовлений не лише її неоднорідністю, але й індексом загальної інфляції. Зростання цього індексу збільшує і дебіторську, і кредиторську заборгованість, але перша зменшує чистий дисконтований дохід, а друга – збільшує його.

Сукупний короткостроковий вплив інфляції на ефективність інвестиційного проекту залежить від того, яка із заборгованостей – дебіторська чи кредиторська – відіграє для нього визначальну роль. У більшості проектів виробництва більшою є дебіторська заборгованість. Ефективність цих проектів у результаті короткострокового впливу інфляції знижується. У більшості проектів торгівлі важливіший вплив кредиторської заборгованості. В них короткостроковий вплив інфляції збільшує ефективність.

У *середньостроковому періоді* вплив інфляції на ефективність інвестиційного проекту проявляється у зміні потреби у позикових коштах і платежах за кредитами. У формулі (7.25) ці параметри характеризуються величиною $(Poz - b - pr)^c(m)$. У даному випадку основний вплив припадає на відсоткову ставку.

Роль методів обліку ресурсів при оцінці впливу інфляції на ефективність інвестиційного проекту

Світова практика бухгалтерського обліку, зіткнувшись із проблемою високої інфляції, розробила два методи обліку матеріальних ресурсів:

- *FIFO* – матеріальні ресурси, що є на складі, оцінюються при запуску у виробництво за ціною партії з найбільш ранньою датою придбання;
- *LIFO* – оцінка здійснюється за ціною партії з найбільш пізньою датою придбання.

Відзначимо, що незалежно від того, чи використовує фірма метод LIFO або FIFO, вплив інфляції проявляється перш за все на зростанні доходів, якщо попит на її продукцію припускає хоча б мінімальне зростання цін, адже продаж здійснюється за сьогоднішніми цінами, тоді як вартість ресурсів – за цінами, що склалися у періоді, коли вони були придбані.

На практиці використання методу FIFO в умовах інфляції приводить до більш випереджаючого зростання доходу у порівнянні з витратами, ніж при використанні LIFO. Тобто при використанні FIFO проект є більш ефективним.

З іншого боку, метод LIFO більш вигідний з точки зору мінімізації податку на прибуток, оскільки він помітно зменшує базу оподаткування за рахунок оцінки матеріалів за більш новими і тому більш високими цінами. Відповідно, застосування методу LIFO дозволяє мінімізувати проблеми з відновленням оборотних коштів.

У закордонній практиці LIFO особливо популярний у компаній, що готуються до перетворення на акціонерні товариства або до нової емісії акцій, тобто він дозволяє одержати більш точну картину реальної прибутковості операцій фірми. А це при високій інфляції викликає у інвесторів більше довіри, ніж дані, які спираються на метод FIFO.

Інфляція досить слабо впливає на амортизаційні відрахування, і цей вплив має не безперервний, а дискретний характер, що проявляється лише тоді, коли уряд приймає рішення про переоцінку основних засобів або зміну ставок амортизаційних відрахувань. Також вплив інфляції проявляється досить слабо за тими елементами ресурсів, які купуються на основі довгострокових контрактів із фіксованими цінами або на форвардних ринках з фіксацією ціни на момент укладання контракту, а не на момент поставки.

Проте вплив інфляції є дуже відчутним для заробітної плати. Також є елементи грошового потоку, які відповідають загальному темпу інфляції. Наприклад, ціни на ті ресурси, які купуються у загальному порядку, і ціни на готову продукцію. Залежно від ступеня чутливості ці елементи грошових потоків по-різному коригуються на інфляцію, в результаті чого створюються нові грошові потоки, які і порівнюються між собою за критерієм NPV.