

**Економіко-математичні  
методи і моделі  
прогнозування**

**Шумська С.С.**, канд. екон. наук  
Інститут економічного прогнозування НАН України

**ІНФЛЯЦІЯ ЧИ РЕВАЛЬВАЦІЯ:  
ЯКЕ З ДВОХ ЛИХ МЕНШЕ?  
(ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ)**

*Проаналізовано можливі ризики негативного впливу на економіку України різкої ревальвації гривні. За допомогою економетричного аналізу протестовано гіпотезу щодо монетарної природи інфляційного процесу. Представлено результати емпіричних досліджень факторів активізації інфляції та її впливу на фінансовий сектор економіки.*

Упродовж п'ятирічного періоду економічного зростання політика слабкої гривні з орієнтацією на помірні темпи реального її зміцнення була результатом консенсусу монетарної влади, уряду та бізнесу, що найкращим чином відображає українські реалії короткострокового періоду та середньострокові плани розвитку. Однак уповільнення темпів економічної динаміки і зростання цін змушують сьогодні вносити корективи у стратегію й тактику економічного розвитку, методи та інструментарій державного регулювання. У грошово-кредитній сфері це проявилось у тенденції до змін пріоритетів монетарної політики у бік зміцнення номінального курсу з метою обмеження грошової пропозиції і придушення інфляції. В умовах значного перевищення пропозиції валюти над попитом прагнення монетарної влади є зрозумілими, однак українська промисловість поки що не демонструє здатності підкріпити зміцнення гривні відповідним зростанням конкурентоспроможності, що робить дискусійною дилему між інфляцією та ревальвацією національної грошової одиниці, особливо якщо центральним завданням вважати стійкість економічного зростання, а проблемою – загрозу його послаблення (або навіть і вичерпання) у міру посилення гривні і погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури.

У цьому контексті, використовуючи результати емпіричних досліджень проблем інфляції та розширюючи пошук чинників її активізації, в рамках даної статті спробуємо знайти відповідь на питання: чи дійсно номінальна ревальвація гривні забезпечить досягнення поставленої мети на короткостроковому проміжку часу і які наслідки, окрім виграшу сьогодні, варто очікувати у цілому в середньостроковому та довгостроковому періодах.

Перш за все, варто відмітити, що уряд і НБУ, зробивши перехід від стабільного курсу як *номінального якоря макроекономічної стабільності* до ревальвації гривні як *інструмента економічної політики*, ставили за мету отримати низку позитивних ефектів. Серед головних **позитивних результатів** посилення гривні, окрім стримування інфляційних процесів, у такому випадку очікувалося: зменшення витрат на погашення і обслуговування боргових зобов'язань держави, встановлення "справедливої" (оптимальної) ціни



гривні, модернізація економіки (за рахунок здешевлення інвестиційного імпорту), зменшення витрат виробництва (в частині придбання імпортової сировини і комплектуючих), ліквідація диспропорцій у структурі експорту, розширення внутрішнього ринку (в результаті посилення конкуренції з імпортом товарів національних товаровиробників).

Однак політика посилення гривні в макроекономічному аспекті має як позитивні, так і негативні наслідки, а отже, й очікуваний сьогодні позитивний ефект від номінальної ревальвації гривні (за активізації негативних чинників чи зміни кон'юнктури) може бути завтра знівельований повністю або й навіть призвести до появи негативних явищ чи спровокувати розгортання кризи (фінансової, банківської, валютної). За таких обставин варто порівняти очікувані вигоди та отримані результати, розглянути можливі ризики і спробувати оцінити потенційні втрати, щоб підготувати заходи, які б мінімізували негативні наслідки.

Перше застереження, яке варто зробити спочатку, стосується саме величини *очікуваного позитивного ефекту від ревальвації на стримування цін в економіці*, оскільки фактично він може виявитись значно меншим, або й навіть за несприятливих умов бути протилежним. Причиною такого розвитку подій є той факт, що завдання ефективної дезінфляції помилково трактувалося владою винятково як монетарне, у той час як причини були значно ширшими.

Виходячи з того, що основним каналом випуску грошей в обіг тривалий час в Україні залишаються інтервенції на валютному ринку (динаміка грошової бази і монетарних агрегатів значною мірою визначаються ступенем активності НБУ – зміни обсягів інтервенцій, стерилізації та величина курсу гривні прямо і опосередковано формують темпи змін грошових агрегатів), а отже, за умов значного укріплення номінального обмінного курсу можна очікувати зменшення обсягів пропозиції грошей, що є позитивним стримуючим чинником розкручування монетарної складової інфляційних процесів. Однак численні дослідження динаміки інфляції в Україні та аналіз вітчизняного грошового ринку свідчать, що ані упродовж досить тривалого стабільного періоду (2000–2003 рр.), ані у короткий період нестабільності (вересень–грудень 2004 р.) *грошова пропозиція не була ключовим чинником інфляційних процесів*. Високі темпи пропозиції грошей абсорбувала економіка, яка потребувала фінансових ресурсів для росту. Так, навіть дуже спрощений попередній аналіз динаміки інфляції та грошової маси впродовж 2004 р. засвідчує, що у відповідь на досить високі темпи зростання грошового агрегату МЗ упродовж березня–вересня від 3,9% до 7,2% за місяць інфляція залишалася низькою у межах 0,4–0,7%, а на різке скорочення грошей у обігу у жовтні (-3,1%) та листопаді (-0,8%) економіка відреагувала зростанням цін на 2,2% у жовтні, у листопаді на 1,6%, у грудні на 2,4%.

Припускаючи, що ефект від зростання пропозиції грошей у обігу відображається на цінній динаміці не тільки миттєво, а й розподілений також у часі, спробуємо перевірити гіпотезу про наявність причинно-статистичного зв'язку між грошовою масою та інфляцією за допомогою побудови дистрибутивно-лагових моделей, які призначені саме для оцінювання ефекту від якоїсь певної причини, що розподілений серед декількох часових періодів (лагів). Досліджуючи, чи була інфляція в Україні впродовж 2000–2004 рр. монетарним явищем, за допомогою методу послідовних оцінок отримуємо такі рівняння:



$$INFL = 1,005 - 0,060 * M3,$$

$$R^2 = 0,02 \quad DW = 0,93.$$

$$INFL = 0,812 - 0,034 * M3 + 0,017 * M3(-1),$$

$$R^2 = 0,02 \quad DW = 1,02.$$

$$INFL = 1,036 - 0,053 * M3 + 0,008 * M3(-1) - 0,0599 * M3(-2),$$

$$R^2 = 0,04 \quad DW = 1,15.$$

$$INFL = 1,406 - 0,060 * M3 + 0,019 * M3(-1) - 0,086 * M3(-2) - 0,064 * M3(-3),$$

$$R^2 = 0,06 \quad DW = 1,15.$$

де  $INFL$  – відсоткова зміна цін споживчого ринку за місяць,  $M3$  – відсоткова зміна за місяць грошового агрегату  $M3$ .

На четвертому кроці послідовну процедуру оцінки параметрів регресійних рівнянь можна припинити тому, що коефіцієнт при  $M3(-1)$  змінює свій знак. Обираємо друге рівняння як "найкраще", тому що в останніх двох знак при  $M3(-1)$  не є стабільним і параметри при лагових змінних не є статистично значущими.

Аналіз характеристик відібраного рівняння свідчить про його низьку якість з огляду на значення коефіцієнтів детермінації та Дарбіна–Уотсона ( $R^2 = 0,02$ ,  $DW = 1,02$ ). Однією із причин такої ситуації (що досить часто трапляється в економіці) є порушення припущень лінійної регресії про незалежність випадкових величин. Якщо це припущення порушується, то наявна серійна кореляція або автокореляція. Автокореляцію в нашому випадку викликає інерційність економічних процесів та введення лагових змінних.

Однак незалежно від якості отриманого рівняння ми все ж таки можемо зробити декілька висновків: *по-перше*, збільшення грошової пропозиції у поточному періоді не призводить відразу ж до збільшення рівня цін – коефіцієнт при  $M3$  має від'ємний знак, тобто гроші абсорбує економіка; *по-друге*, ефект впливу грошової емісії на динаміку цін споживчого ринку розтягнуто у часі. Тривалість часового лагу<sup>1</sup> потребує додаткових досліджень, але навіть попередня оцінка підтверджує – грошова маса, що випущена в обіг у попередньому місяці, має позитивний вплив на ціни – 1-відсоткова зміна в грошовій пропозиції збільшує інфляцію на 0,017; *по-третє*, зв'язок між рівнем інфляції і грошовою пропозицією у період 2000–2004 рр. є статистично слабким, а отже, інфляція в Україні не є суто монетарним явищем. Для повноти картини інфляційного процесу необхідно в економетричну (дистрибутивно-лагову) модель вводити додаткові змінні, що характеризуватимуть інші чинники, або використати інші методи оцінювання та моделювання.

В українській практиці для визначення факторів впливу на інфляцію часто використовується підхід, що базується на аналізі функцій імпульсного відгуку та декомпозиції дисперсії помилки прогнозу. Так, наприклад, у роботі Р.Піонтківського [2] за допомогою векторної авторегресії було виявлено, що дефіцит бюджету 1995–2000 рр. мав статистично значущий вплив на зростан-

<sup>1</sup> Наприклад, результати дослідження, представлені у роботі К.Карлсона [1], свідчать, що часовий лаг між рівнем інфляції та грошовою пропозицією може сягати від 3 до 20 кварталів.



ня цін, тоді як *реакція інфляції на зростання монетарної бази була найслабкішою серед факторів, що аналізувалися*. У роботі В.Лісоволик [3] на українських даних було протестовано дві теоретичних моделі інфляції: модель ринкової націнки та модель грошового ринку. Було доведено, що *модель ринкової націнки*, в якій зростання цін визначається коливаннями витрат виробництва (витрат на працю і сировину) та зміною ринкової націнки, *краще* підходить для економіки України, *ніж модель грошового ринку*, яка передбачає наявність тісного взаємозв'язку між грошима та інфляцією [4].

Наведені приклади модельних досліджень підтверджують висновок, з яким на початок 2005 р. погоджувалася переважна більшість експертів: монетарний чинник інфляції в Україні не був вирішальним, і тому ефективне її зниження пов'язано не з монетарними обмеженнями, а з усуненням ринкових деформацій: демонополізацією підприємництва, прозорим і конкурентним доступом до ресурсів, забезпеченням рівності прав власників і т. д. Будуть вони успішними – почне поступово знижуватися й інфляція, спроби ж її монетарного придушення неминуче пов'язані із втратою економічної динаміки [5]. Уповільнення економічного зростання буде відбуватися, наприклад, на думку С.Корабліна, за рахунок погіршення торгового балансу, дестимулювання внутрішнього ринку і відносного дефіциту грошової пропозиції. Варто прислухатись і до іншої позиції С.Корабліна, де він наголошує, що *монетарне обмеження інфляції виявляється доцільним лише за значень, які перевищують оптимальний рівень інфляції* (ефективність же подальшої дезінфляції залежить не від грошової пропозиції, а від результативності інституціональних реформ) [6]. Показники *оптимальної інфляції*, як наголошується, лежать у досить широкому діапазоні, варіюючи від 1% до 20%, причому оцінки для країн, що розвиваються, і перехідних економік виявляються вищими, ніж для індустріальних країн.<sup>2</sup> Що ж стосується України, то, на думку С.Корабліна, динаміка її економічних показників протягом останніх 5 років – з моменту початку економічного росту – не тільки підтверджує гіпотезу про наявність оптимальних рівнів інфляції, але також "укладається" в оцінений фахівцями інтервал 7–13%, розрахований для перехідних економік і країн, що розвиваються. Аналізуючи взаємозв'язок економічної і цінової динамік, він підкреслює, що визначений відсоток інфляції виявляється об'єктивно необхідним для подолання вад недосконалих ринків. Причому, чим глибше їх деформації, тим більше "мастильного матеріалу" (зростання цін) потрібно для збільшення обсягів виробництва [див. 6].

Окрім недосконалості ринків, є й інші чинники, що заважають давати об'єктивну оцінку змін того чи іншого фактора дестабілізації цін, причому більшість з них суб'єктивні, психологічні, які важко виміряти й спрогнозувати однозначно. Недооцінювання ролі немонетарних чинників розкручування інфляційних процесів в Україні звужує коло можливих шляхів їх стримування.

У цьому контексті цікавими є практика і результати дослідження фахівців Світового банку [7], які, спираючись на відомі теоретичні підходи та використовуючи базу даних по майже 100 країнах за період 1960–1999 рр., вивчали головні детермінанти інфляції. У кінцевому рахунку було доведено,

<sup>2</sup> С.Кораблін підкреслює, що у кожному конкретному випадку співвідношення і результуючий баланс інфляційних витрат і ефектів виявляються унікальними у тій мірі, у якій специфічними є ринкові деформації різних економік і національні методи їхнього подолання.



що, *окрім економічних, значну роль відіграють політичні та інституціональні чинники*. Так, було показано, що такі інституції, як економічна свобода та демократія є важливими детермінантами інфляції (зокрема, більш високий рівень економічної свободи та демократії корелюють із низькою інфляцією). Більше того, вплив політичної нестабільності на інфляцію є сильнішим для країн з високими рівнями інфляції, ніж для країн із середніми та низькими, а також більш значущим для країн, що розвиваються, ніж для індустриальних країн.

Економетричне дослідження проводилося в рамках оцінки динаміки панельних даних (модель річних показників). Оскільки рівень волатильності показника інфляції є дуже високим, то як залежна змінна розглядався логарифм інфляції. До змінних, що пояснюють детермінанти політичної нестабільності та інституційний чинник, відібрано декілька, серед них: *урядові кризи* (виражає кількість різких змін ситуації за рік, що пов'язано із зміною діючого режиму); *зміни Кабінету* (кількість нових призначень прем'єра і/чи заміну членів правлячого кабінету), *індекс економічної свободи* (більш високий рівень індексу асоціюється з невеликим урядом, міцною правовою структурою, захистом прав власності, вільним доступом до грошей, більш гнучким регулюванням кредиту, зайнятості і бізнесу); *характер політики* (від строгої автократії (-10) до строгої демократії (10)).

До моделей включено також ряд економічних структурних змінних, що характеризують можливості країн впливати та контролювати інфляцію, зокрема, показники розвитку *сільського господарства* (у % до ВВП) – частка доданої вартості с/г у ВВП; *торгівлі* (у % до ВВП), що характеризує рівень відкритості економіки через торгівлю.

Змінними, що представляють економічну активність та зовнішні шоки у моделях, є: *реальний ВВП на душу населення* (темпи змін); *зміцнення валюти* – темпи змін реального ефективного курсу національної валюти; *ціни на нафту* – процентні річні зміни цін на нафту; *дохідність казначейських цінних паперів США* як характеристика відсоткових ставок на міжнародному фінансовому ринку.

У табл. 1 подані отримані коефіцієнти, кожен з яких вказує на процентну зміну рівня інфляції як результат відповідної зміни на одиницю пояснювальних змінних. П'ять варіантів розрахунків представляють різні моделі, які побудовані з метою вилучення статистично незначущих показників чи елімінувати можливу колінеарність між розглянутими показниками.

Дані, подані в табл. 1, підтверджують правильність гіпотези, що *політична нестабільність призводить до зростання інфляції*, і показують кількісну оцінку таких ефектів: наприклад, кожна додаткова урядова криза (в середньому по вибірці з усіх країн) підвищує рівень інфляції на 16,1% (колонка 3), а для країн, що розвиваються, може спровокувати зростання її рівня на 20,2% (колонка 5); зміна правлячого кабінету підвищить інфляцію на 9,1% (колонка 4). Ступінь розвитку демократичних засад у кількісному вимірі має незначний ефект на інфляцію: так, посилення демократії зменшить рівень інфляції тільки на 0,5 та 0,7% (відповідно, колонки 3 і 4).

Щодо економічних змінних, які включені у моделі, то отримані результати підтверджують теоретичні та емпіричні дослідження інших авторів – підвищення цін на енергоресурси та коливання на фондовому ринку провокують зростання інфляційних процесів: зокрема, 1-відсоткове підняття цін на нафту підвищить рівень інфляції на 0,4%; а зростання відсотків по казначей-



ських цінних паперах США – у середньому на 3%; у той час як більша відкритість економіки по торгівлі та зміцнення валюти стримуватимуть розвиток інфляційних процесів.

Таблиця 1

Коефіцієнти моделей оцінки впливу  
різних детермінант інфляційного процесу

Log(Inflation)	Усі країни				Країни, що розвиваються
	1	2	3	4	5
Log(Inflation(-1))	0,644	0,653	0,672	0,711	0,639
Криза Уряду	0,139	0,247	0,161		0,202
Зміни Кабінету				0,091	
Індекс економічної свободи	-0,249				
Характер політики	0,002	-0,008	-0,007	-0,005	0,005
Сільське господарство, % до ВВП	-0,003	0,001			
Торгівля, % до ВВП	-0,00004	-0,001	-0,001	-0,001	-0,002
Реальний ВВП на душу населення	-0,022	-0,037	-0,033	-0,02	-0,032
Зміцнення валюти	-0,002	-0,002	-0,002	-0,002	-0,001
Ціни на нафту	0,004	0,004	0,004	0,004	0,003
Процентна ставка по казначейських цінних паперах США	0,016	0,033	0,034	0,028	0,038
<b>Кількість спостережень</b>	<b>1703</b>	<b>2225</b>	<b>2629</b>	<b>2630</b>	<b>1877</b>
<b>Кількість країн</b>	<b>89</b>	<b>95</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>75</b>

Джерело: Ari Aisen, Francisco Jose Veiga. Does Political Instability Lead to Higher Inflation? A Panel Data Analysis. IMF Working Paper WP/05/49, March 2005, pp. 5–10.

Цікавий момент, на який варто звернути увагу, – кількісна оцінка впливу курсової політики серед обраних чинників є не дуже значною: зміцнення національної валюти (ревальвація реального ефективного курсу) на 1% призводить до зменшення інфляції лише на 0,2% (а для країн, що розвиваються, лише на 0,1%).

Зрозуміло, що представлені оцінки є досить-таки умовними, середніми (по вибірці майже із 100 країн), а реальні для кожної розглянутої країни можуть відрізнитись від отриманих, оскільки залежатимуть від структури і розміру економіки, проте навіть такі загальні оцінки дають більш повну картину розвитку інфляційних процесів у цілому у світі і в Україні зокрема. Застосовуючи отримані результати, можна зробити деякі висновки і для України, наприклад, можна припустити, що зміна уряду та злам моделі управління у 2004 р. дали поштовх до зростання цін. Подальший же розвиток демократії та інституційні перетворення будуть сприяти, за інших рівних умов, згортанню інфляційних процесів. Щодо курсової політики, то як уже було наголошено вище, у країнах, що розвиваються цей чинник не є ключовим, а отже, й "ставити" тільки на нього не варто.



У цьому контексті слід також наголосити, що у світовій практиці зміцнення валюти використовувалося у комплексі стабілізаційних заходів (що мали і антиінфляційний ефект), як правило, після тривалого періоду девальвації та у той момент, коли ціни уже були дуже високими. В Україні ситуація на початку 2005 р. була іншою – національна валюта тривалий час стабільна, інфляція не на критичному рівні і не перешкоджала зростанню економіки, а монетарні фактори, що могли спричинити значне підвищення цін, ще не активізувались у повну силу і діяли у вигляді інфляційних очікувань. За таких обставин зміна політики курсоутворення (різка номінальна ревальвація в квітні) була по своїй суті зміною і номінального якоря для інфляційних очікувань населення та економічних суб'єктів, оскільки стабільність курсу і довіра до НБУ у цьому питанні тривалий час спрацювала на стримування негативних очікувань та динаміки цін.

Сказане вище привертає увагу до ще одного, дуже важливого чинника розвитку інфляційних процесів, який практично був проігнорований українською владою – ***інфляційних очікувань***. Так, за відсутності довгострокової валютної стратегії та конкретної програми дій Уряду, заяви окремих державних посадовців щодо високого рівня інфляції на кінець року, почали формувати відповідні негативні очікування у населення та суб'єктів господарювання. Ці очікування (основою яких є більше психологічний, аніж економічний чинник) почали трансформуватись у конкретні дії, що призвело до розкручування інфляції не тільки попиту, але й витрат.

Статистичну значущість такого фактору впливу на зростання цін, як інфляційні очікування, підтверджують результати модельних оцінок експертів Інституту економічних досліджень та політичних консультацій, що досліджували особливості інфляційних процесів в економіці України упродовж періоду відносної макроекономічної стабільності (із січня 1996 по листопад 2003 р.). Їх результати свідчать про значну інертність інфляційного процесу, яку вони частково пояснюють досить суворим контролем над цінами в економіці. Серед макроекономічних показників, включених у модель, зростання пропозиції грошей має найменший вплив на динаміку інфляції, в той час як зміни девальваційних очікувань у досліджуваному періоді мають найсильніший вплив на зростання цін. Можна дискутувати щодо вибору показника очікувань і самої процедури їх апроксимації, однак важко не погодитись з висновком – очікування населення є важливим чинником інфляції у перехідній економіці, і цей факт має бути врахований під час формулювання економічної політики [див. 4].

Варто відмітити, що на формування інфляційних очікувань впливають не тільки очікування щодо девальвації національної грошової одиниці (про що стверджує світовий досвід), але, як показала практика в Україні, й будь-які зміни курсової політики чи валютного режиму також. Це можна пояснити тим, що стабільність курсу, як уже наголошувалося вище, була впродовж тривалого періоду ціновим якорем, і тому заяви вищих посадовців про необхідність ревальвації спрацювали на посилення негативних очікувань, які до того ж підкріплювалися відсутністю чітких декларацій НБУ щодо тривалості самого періоду ревальвації та подальших змін у валютній політиці. Окрім того, високо ймовірними продовжували залишатись очікування суб'єктів фінансових ринків щодо девальвації, особливо якщо брати до уваги вибори 2006 р., значний відтік валюти з країни у 2004 р. та уповільнення активності



експортерів у 2005 р. (внаслідок погіршення кон'юнктури та урядових реформ). Отже, у нашому випадку уже сама зміна політики стабільності курсу могла зробити внесок у негативні очікування дестабілізації, що стало підґрунтям і сигналом для розбалансування цін.

Іншими важливими питаннями, на які варто спробувати знайти відповідь перед тим, як застосовувати ревальвацію гривні як інструментарію впливу на цінову динаміку, – це питання "чи можна сказати, що саме зміна динаміки курсу призводить до зміни цін", "чи саме інфляція змінює курс", або чи є зворотний зв'язок між ними? Тобто завдання полягає у тому, щоб статистично визначити напрям причинності (оцінити взаємовідношення "причина-наслідок"). На жаль, однофакторний регресійний аналіз розглядає тільки залежність однієї змінної від іншої, а це зовсім не обов'язково означає, що між змінними і явищами є причинний зв'язок, тому використовуємо простий тест причинності Гренжера, який включає оцінювання уже авторегресивної моделі (табл. 2). Щоб з'ясувати характер причинності між інфляцією та курсом за проміжок часу 2000–2004 рр., включимо до аналізу спочатку чотири затриманих значення двох цих змінних у кожній з регресій побудованої системи, а потім будемо збільшувати кількість лагів.

Таблиця 2

Результати тесту Гренжера для виявлення напрямку причинності між інфляцією та динамікою курсу гривні\*

Напрямок причинності	Значення $F$	$P$ -value відповідних $F$ -статистик	Рішення
<i>1-й крок: лаг 2</i>			
Інфляція не впливає на динаміку курсу гривні	0,48	0,63	Відкинути гіпотезу
Зміни курсу гривні не впливають на інфляцію	1,58	0,22	Відкинути гіпотезу
<i>2-й крок: лаг 3</i>			
Інфляція не впливає на динаміку курсу гривні	0,79	0,50	Відкинути гіпотезу
Зміни курсу гривні не впливають на інфляцію	2,91	0,04	Не відкидати гіпотезу

\* При 5-відсотковому рівні довіри.

Як видно з результатів (див. табл. 2), не можна однозначно говорити про напрямок причинності між інфляцією та курсом, оскільки оцінені значення  $F$  є статистично не значущі (для відповідних ступенів вільності у кожній парі). Включення у розгляд більшої кількості лагів (4, 5 і т. д.) також не виявляє закономірності і не покращує статистик. Однак у випадку для трьох лагів не можна відкидати гіпотезу про те, що "зміни курсу гривні не впливають на інфляцію", оскільки оцінене значення  $F$  є значущим при 5-відсотковому рівні довіри, на що вказують відповідне  $P$ -value та перевищення оціненим  $F$  його критичного рівня для відповідних ступенів вільності.

Цей результат знову ж таки підводить до висновку, що на практиці неможливо точно оцінити чи спрогнозувати вплив номінальної ревальвації гривні на індекс цін споживчого ринку чи інфляційний процес в Україні загалом. Так, з одного боку, хоча й можна сказати, що ревальвація спочатку





### Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше?..

зменшить вартість імпоротної складової (а це близько 10%) споживчого кошика. Але з іншого – зниження цін у цілому може і не відбутися, наприклад, внаслідок бажання посередників збільшити прибутки, або здешевлення імпортованих товарів буде сторицею перекрите підвищенням цін унаслідок зростання інфляційних очікувань чи зростанням цін на товари національного виробництва (інші 90% кошика) внаслідок зростання інфляції витрат.

Цікавим і більш результативним є інший приклад застосування тесту Гренжера – для оцінки як номінального цінового якоря темпів змін заробітної плати (підхід, що досить часто використовується у світовій практиці під час складання стабілізаційних програм). У випадку виявлення напрямку причинності між інфляцією та динамікою заробітної плати в Україні на проміжку 2000–2004 рр. статистичне оцінювання показало, що із врахуванням запізнення змінних у два місяці підвищення номінальної заробітної плати призводить до зростання інфляції, хоча інфляція у цей момент ще не спричиняє тиску на заробітну плату. Однак уже починаючи із 3-го лагу, обидва напрямки впливу "інфляція – заробітна плата" та "заробітна плата – інфляція" є статистично значущими, і гіпотеза про відсутність впливу відкидається (табл. 3).

Таблиця 3

Результати тесту Гренжера для виявлення напрямку причинності між інфляцією та динамікою заробітної плати

Напрямок причинності	Кількість лагів	Кількість спостережень	Значення $F$	Рішення
Темп зростання заробітної плати не впливає на інфляцію	2	59	0,49	Відкинути гіпотезу
Інфляція не впливає на темп зростання заробітної плати	2	59	2,79	Не відкидати гіпотезу
Темп зростання заробітної плати не впливає на інфляцію	3	58	0,98	Відкинути гіпотезу
Інфляція не впливає на темп зростання заробітної плати	3	58	2,06	Відкинути гіпотезу
Темп зростання заробітної плати не впливає на інфляцію	4	57	1,77	Відкинути гіпотезу
Інфляція не впливає на темп зростання заробітної плати	4	57	1,63	Відкинути гіпотезу

Аналіз порівняння динаміки номінальної заробітної плати та цін споживчого ринку свідчить, що у досліджуваному періоді темпи зростання заробітної плати були невисокими (меншими ніж продуктивність праці), що було стримуючим фактором для розкручування інфляції, тобто в Україні спіраль "заробітна плата – ціни" тривалий час була контрольованою. Підвищення рейтингу соціальних пріоритетів у політиці нового уряду призводить до прискореного нарощування темпів заробітної плати і, відповідно, ослаблює цей стримуючий чинник інфляції.

Тут доречним буде привернути увагу до іншого аспекту проблеми, про який не можна забувати, а саме – ефективність контролю за інфляцією, яка на сьогоднішній день є низькою. З боку НБУ вона обмежена недосконалістю трансмісійного механізму і обмеженим набором монетарних інструментів і механізмів; з боку Уряду – набором адміністративних неринкових заходів, від



застосування яких (за проголошеного бажання отримати статус країни з ринковою економікою) треба буде відмовлятися.

Варто відмітити також і те, що сьогодні більшість адміністративного стримування (коригування) цін відбувається в "пожежному порядку", без кількісних прорахунків ситуації на майбутнє і, на жаль, часто підпорядковане політичним мотивам, а не є складовою чи інструментом обґрунтованих короткострокових та середньострокових структурних реформ.

У цьому контексті нам варто взяти до уваги практику економічно розвинутих країн, які перед прийняттям кардинальних рішень, спрямованих на отримання ефективних результатів у поточному періоді, паралельно обов'язково здійснюють оцінки довгострокових ефектів від застосування тих чи інших інструментів політики регулювання економікою у цілому та втрати конкретних економічних суб'єктів. Зокрема, щодо інфляції, то останнім часом дослідження найчастіше базуються на роботах Р.Лукаса [8], М.Бейлі [9], М.Фельдштейна [10], С.Тарновські [11]. Зрозуміло, що для перехідних економік провести такі розрахунки набагато складніше не тільки з точки зору часто відсутності чи поганої якості статистичної інформації, але й більшою мірою внаслідок необхідності врахування особливостей кожної із країн, що вимагає коригування класичних моделей. Однак такі дослідження починають уже з'являтися, наприклад, у рамках традиційних підходів починають працювати у цьому напрямку росіяни. Так, викликають зацікавлення роботи С.Мовшович [12], де з точки зору втрат споживача порівнюються оподаткування і друкування грошей, та А.Сотскова [13], який розглядає вплив цих інструментів на зростання капіталу, зайнятість, випуск, інші макроекономічні змінні та одночасно оцінює пов'язані з ними втрати суспільства. Фахівці Інституту економіки перехідного періоду, зробивши оцінки інфляційних втрат добробуту населення, отримали, що втрати від фактичної (близько 19% у рік) інфляції у 2001 р. в Росії склали від 1 до 4% ВВП країни. Використання на практиці таких (навіть дуже приблизних) оцінок дає можливість запропонувати ефективну комбінацію інструментів монетарної та податкової політики, що забезпечують досягнення поставленої мети; передбачити негативні наслідки та підготувати заходи, які б пом'якшили чи знівелювали можливі ризики та втрати.

Що стосується застосування в Україні номінального зміцнення гривні як антиінфляційного інструменту, то навряд чи у нас проводились подібні дослідження, де були б поставлені на терези з одного боку очікувані ефекти для економіки та втрати населення й економічних суб'єктів з іншого. Тому дуже важливо хоча б на аналітичному рівні зробити застереження щодо можливості прояву негативних ефектів, ідентифікувати загрози, які потенційно можуть вилитись у кризові явища.

Ймовірність прояву негативного впливу та й сама величина втрат від зміни політики курсоутворення (укріплення гривні) визначатиметься: *по-перше*, характером ревальвації (помірна чи різка кардинальна) та тривалістю періоду укріплення гривні; *по-друге*, наявністю факторів, тенденцій, які можуть загострювати проблеми, *по-третє*, порушенням тих завдань і цілей, які відігравав курс (вірніше його стабільність, як номінальна, так і реальна).

Серед чинників, що можуть за несприятливого збігу обставин спровокувати негативні наслідки для економіки і які необхідно враховувати, оцінюючи можливі втрати, виходячи із сказаного вище, слід виділити такі:

- зростання грошових виплат населенню (зарплат та пенсій);



- високі накопичені негативні інфляційні очікування (та більш високий прогнозний рівень інфляції);
- політичну нестабільність (злам моделі управління);
- відсутність обґрунтованих кількісних оцінок реального запасу конкурентоспроможності;
- обмеженість набору інструментів грошово-кредитного та валютного регулювання;
- відсутність прозорої довгострокової валютної стратегії (пошук оптимального режиму курсоутворення).

Крім того, серед досягнутих *результатів*, які успішно забезпечувала поточна політика курсоутворення та *які можуть бути втраченими* за умов зміни курсу на ревальвацію, варто назвати:

**1. Курс як номінальний якір макроекономічної стабільності.**

Стабільність курсу та його незначні зміни великою мірою забезпечували позитивний ефект впливу валютно-курсової політики НБУ на фінансову сферу, зовнішньоекономічну діяльність, споживання, інвестиції та економічний розвиток взагалі. Зміна валютної політики (без забезпечення нового якоря, наприклад, таргетування інфляції) в умовах відсутності прозорої довгострокової валютної стратегії може призвести до погіршення економічної ситуації та дестабілізації грошового та валютного ринків, уповільнення темпів економічного розвитку.

**2. Курс як буфер для розкручування банківської кризи.**

Різка ревальвація гривні може погіршити становище тих клієнтів банків, що були орієнтовані на експортоорієнтовані виробництва. Оскільки економічний стан у більшості позичальників на сьогоднішній день не є стабільним (значною мірою залежить від світової кон'юнктури) і головне – ніхто на 100% не може гарантувати, що він буде у майбутньому покращуватися, тому проблема неповернення кредитів, яку в останні роки практично вдалося зняти – *частка прострочених та сумнівних кредитів у кредитному портфелі банківської системи зменшилась із 11,3% у 2000 р. до 3,2% у минулому 2004 р.*, – може знову стати на порядок денний. Для комерційних банків збільшення відсотка проблемних кредитів у кредитному портфелі може призвести до погіршення їх ліквідності і у подальшому може зробити свій внесок у банківську кризу.

За умов активізації негативних тенденцій на грошовому ринку заплановане нарощування обсягів кредитів у реальний сектор економіки, таке необхідне для стійкого економічного зростання, може й не відбутись (або у крайньому разі можуть уповільнитись темпи кредитних вкладень), оскільки раніше, здійснюючи політику стабілізації обмінного курсу, *НБУ фактично хеджував усі ризики, пов'язані з кредитуванням*. Під час неочікуваних раптових кроків з метою укріплення гривні (та усіх вище означених чинників) грошовий та валютний ринок стають мало прогнозованими, а для банків це означає появу нових ризиків у діяльності та очікування посилення контролю та регулюючих заходів з метою виконання нормативів. Реакцією, за умов розкручування інфляції, можуть стати зміни у процентній політиці і зменшення прибутків.

**3. Стабільність курсу гривні як основа для стримування доларизації економіки.**



Макроекономічна та курсова стабільність упродовж п'яти років слугували підґрунтям для формування довіри економічних суб'єктів та населення до національної грошової одиниці. Наслідком підвищення довіри до монетарної політики та гривні стало не тільки покращання структури грошової маси у бік збільшення частки коштів у гривнях, але й, що більш важливо з точки зору розвитку економіки й грошового ринку, – відбулося зменшення доларизації грошового обігу у цілому. Так, після 1998–1999 рр. на руках у населення були накопичені значні обсяги іноземної готівки, що уже почали перевищувати (у гривневому еквіваленті) грошовий агрегат МЗ (102,7% та 118,3%, відповідно) і доларизація всього грошового обігу, включаючи іноземну валюту поза банківським оборотом (що не враховується офіційною статистикою), досягла 123,3% та 142,4% [14]. Упродовж 2000–2004 рр. ця негативна тенденція була подолана, і на початок 2005 р. рівень доларизації зменшився до 25% (табл. 4).

Таблиця 4

## Доларизація грошового обігу в Україні\*

	2002 р.	2003 р.	2004 р.
Частка депозитів в іноземній валюті у загальній сумі зобов'язань банків, %	32,0	31,9	36,4
Частка депозитів в іноземній валюті у МЗ, %	18,6	20,7	24,0
Накопичений запас готівкової валюти на руках у населення із 1992 р., млн дол. США	4664,8	4287,8	5522,5
Гривневий еквівалент готівкової маси іноземної валюти населення, як % від МЗ	38,3	24,1	23,3
Доларизація економіки, (депозити в іноземній валюті + готівка населення), як % від МЗ	<b>57,0</b>	<b>20,3</b>	<b>25,0</b>
Доларизація, як % від усієї грошової маси (МЗ+ іноземна готівка населення)	<b>26,6</b>	<b>24,7</b>	<b>30,4</b>

\* Розраховано за даними НБУ.

Шоківі події на валютному ринку (такі як раптова ревальвація у квітні 2005 р.) можуть похитнути довіру до гривні й активізувати готівковий ринок валют як офіційний, так і "тіньовий". Варто зауважити, що вплив номінальної ревальвації на рівень доларизації економіки значною мірою залежить від характеру і темпів зміцнення гривні. Так, поступова (повільна і прогнозована) ревальвація кардинально не вплине на процес доларизації грошового обігу: зараз її темпи уповільнюються (після зростання у кінці 2004 року), а згодом із макроекономічною стабілізацією та відновленням довіри суб'єктів ринку до політики Уряду та НБУ можна очікувати її зменшення більш високими темпами.

Основною причиною активізації готівкового ринку іноземної валюти є підвищення оплати праці практично в усіх галузях економіки та значні пенсійні виплати (на фоні збільшення інфляційних очікувань), які формуватимуть попит на готівкову валюту (у тому числі долар США). Більш імовірно очікувати зростання попиту на євро і частково конвертацію доларових активів у євро, але зовсім не втечу від валюти, оскільки більша частина суб'єктів ринку купує долар не з метою отримання прибутку за рахунок "гри на зміні курсу", а для формування запасів "на чорний день" чи багатства, яке було б захищене від зміни кон'юнктури (політичної, економічної), а також для роз-



## **Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше?..**

рахунків із постачальниками за товари, які контрабандно завезені в Україну, тобто для ведення бізнесу.

Підтвердженням високої ймовірності такої поведінки суб'єктів ринку та розгортання подібного сценарію є, наприклад, зростаюча динаміка частки заощаджень в іноземній валюті у структурі витрат та заощаджень населення, що чітко виявилась у три останні місяці минулого року (1%, 3,7% та 5%, відповідно), і яка була реакцією на економічну нестабільність. Ситуація першого кварталу 2005 р. була продовженням даної тенденції: частка витрат населення на купівлю валюти була позитивною, зростали вклади населення в іноземній валюті у комерційних банках.

Отже, за умов повільної ревальвації, конвертація гривні у готівкову валюту буде відігравати **позитивну роль у стримуванні інфляційних процесів, зв'язуючи вільну грошову масу.**

Різка і непрогнозована ревальвація в умовах зміни моделі управління та нової економічної політики Уряду підриває довіру до НБУ і монетарної політики у цілому, розцінюється суб'єктами ринку як свого роду сигнал про зміну політики стабільності національної валюти, і отже, як наслідок **можна очікувати шоки на готівковому ринку валюти.** Населення, намагаючись зменшити втрати від курсових коливань, може "винести" на ринок грошову масу (яка не входить у жодний агрегат грошової маси), а викуп валюти у населення означатиме зростання готівки в обігу, що на фоні незадоволеного попиту на ринках товарів і послуг є додатковим чинником інфляції.

Як показують розрахунки табл. 4, накопичений запас готівкової іноземної валюти у позабанківському обігу є свого роду міною уповільненої дії для банківської системи України, оскільки він не тільки **зменшує рівень ефективності регулювання грошового обороту Національним банком**, але й за умови різкого погіршення динаміки долара (чи у випадку шоків на світовому фінансовому ринку, чи негараздів на українському) **може призвести до значного тиску на внутрішній ринок** через збільшення пропозиції долара внаслідок паніки та масової "втечі" від нього. А це серйозний ризик з точки зору розкручування валютної та банківської кризи.

### **4. Курс як база оцінки накопиченого багатства.**

Відомо, що впродовж останніх років лєвова частка національних заощаджень та накопиченого багатства в Україні деномінувалася в іноземній валюті, зокрема у доларах США. Населення та суб'єкти господарювання, намагаючись пом'якшити наслідки інфляції чи інших економічних й політичних негараздів, формували частку своїх накопичень у валюті. Примусове різке посилення гривні фактично зменшує вартість валютних заощаджень, причому якщо для багатих цей удар буде не таким відчутним (внаслідок широкої диверсифікації їх портфелю багатства), то для середнього класу цей крок НБУ є значно відчутнішим, бо призведе до збідніння в частині валютної складової їх запасів (табл. 5).

Так, наприклад, тільки від номінального посилення гривні у квітні на 2,7% (із 5,19 до 5,05 грн за дол. США) власники депозитів в іноземній валюті (на кінець березня їх вклади у банківській системі становили 32659 млн грн) понесли втрати вартості своїх заощаджень у розмірі близько 880 млн грн.

Отже, **на фоні заяв про соціальну направленість економічної політики Уряду, ревальвація фактично призводить до зменшення вартості нако-**



*пиченого багатства (доларової її частки) переважної частини населення, що може призвести до зростання соціальної напруженості у суспільстві.*

Таблиця 5

Оцінка знецінення багатства, розміщеного в банківській системі  
внаслідок ревальвації гривні, млн грн

Власники коштів	Вартість депозитів у іноземній валюті на початок 2005 р., офіційний обмінний курс становить 5,3 грн / дол. США	Обсяг знецінення багатства	
		на кінець 2005 р., офіційний обмінний курс становить 5,1 грн / дол. США	на кінець 2005 р., офіційний обмінний курс становить 4,8 грн / дол. США
Суб'єкти господарювання	10807	-408	-1020
Населення	19496	-736	-1839
Всього		-1144	-2859

##### 5. Курс як орієнтир для довгострокових планів та інвестиційних рішень.

Політика різкої ревальвації *негативно впливає на економічну активність як населення, так і бізнесу*, оскільки підриває їх фінансові можливості. Зокрема, та частина незаможного населення, що відкладала кошти на майбутні витрати у вигляді готівкової валюти чи валютного депозиту у банку, наприклад, на навчання чи купівлю нерухомості (через дороговизну кредиту чи недоступності іпотеки), унаслідок ревальвації гривні змушені коригувати свої плани або навіть відмовитися від них, оскільки їх *фінансова база стала меншою*, а ціни не тільки адекватно не зменшилися, а й продовжують зростати.

Аналогічною є ситуація у представників малого та середнього бізнесу, вартість валютних коштів яких (після різких дій НБУ з метою укріплення гривні за короткий проміжок часу) зменшилась, але зобов'язання та платежі залишилися. Причому внаслідок нееластичності цін по курсу і значної накопиченої інфляції витрат ревальвація одночасно не тільки не дала бізнесу можливості повернути втрати, але й змушує його закладати у собівартість продукції і послуг нові валютні ризики (а це нове зростання цін) та переглянути інвестиційні плани чи, принаймні, змінити строки їх реалізації.

За відсутності прозорості офіційної валютної стратегії на майбутнє різка ревальвація сьогодні (*та висока ймовірність девальвації у подальшому через інші фактори*) збільшує невпевненість у подальших змінах у курсовій політиці, що може призвести до зміни позитивної тенденції накопичення довгострокових ресурсів у банках на протилежну, а це *негативно може позначитися на внутрішніх джерелах фінансування інвестиційних процесів*. Підтвердженням існування такої загрози є, наприклад, уповільнення темпів зростання вкладів населення та депозитів юридичних осіб у банках у 2005 р.: упродовж перших двох місяців відбувалося навіть їх деяке скорочення (зміни вкладів до початку року в іноземній валюті – 97,9%, у національній – 99,6%); за підсумками першого півріччя темпи зростання довгострокових депозитів суб'єктів господарювання становили 111% (порівняно із 185% у 2004 р.), населення – 123% (порівняно із 178% за 2004 р.); зменшилась із 67,3 до 53,1% частка довгострокових коштів у обсязі строкових вкладів у іноземній валюті суб'єктів господарювання (табл. 6).

Нестабільність валютного та грошового ринків, непрогнозованість монетарної політики не є також і факторами, що сприяють покращанню інвес-



### Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше?..

тиційного клімату (особливо на фоні численних реформ нового Уряду і слабкої правової захищеності), а отже, *очікувати значного приросту іноземних інвестицій у реальне виробництво малоїмовірно* (для нерезидентів більш прибутковими є боргові цінні папери). Для українського "тіньового" бізнесу, який через економічні зони та офшори повертав потім капітали в Україну, також стає сумнівним прибутковість й доцільність такого повернення, що загалом формує загрозу відтоку капіталів із країни.

Таблиця 6

Динаміка довгострокових вкладень клієнтів  
у комерційних банках, % до початку року

	Темпи зростання довгострокових депозитів в іноземній валюті		Частка довгострокових депозитів в іноземній валюті у обсязі строкових вкладів	
	суб'єктів господарювання	фізичних осіб	суб'єктів господарювання	фізичних осіб
2001	315	247	24,0	29,5
2002	185	281	36,9	49,5
2003	261	201	65,4	53,8
2004	185	178	67,3	62,9
2005*	111	123	53,1	66,9

\* На кінець червня.

Слід зауважити, що до динаміки потоків валютних коштів, як чинника, який відіграє одну із ключових ролей у формуванні політики обмінного курсу, слід ставитися з особливою увагою, оскільки значний притік валюти в країну може спровокувати напруженість на грошовому ринку, а отже, дати новий поштовх для розвитку інфляції. У 2005 р. це може статись у декількох випадках, наприклад, у разі масового повернення коштів, які "затрималися" за кордоном у період революційних подій минулого 2004 р. (а це, за оцінками фахівців, близько 6–8 млрд дол. США [див. 5]); або у разі значних зовнішніх запозичень для покриття боргу; або отримання зовнішніх кредитів (як Урядом так і корпоративними клієнтами); або активного залучення нерезидентів у приватизаційні конкурси. Зрозуміло, що одночасність усіх цих валютних потоків є малоїмовірною, а отже, шок на ринку від перенасичення валютою є мало вірогідним (особливо на фоні зростання імпорту та нестабільності кон'юнктури на український експорт), однак за несприятливого збігу обставин вибір між інфляцією та ревальвацією гривні знову може стати на порядок денний.

Відправною точкою у виборі "інфляція чи ревальвація" має стати, як уже наголошувалося вище, порівняння вигод та втрат для економіки (і в тому числі суспільства). Тому після аналізу ризиків та можливих втрат від раптової ревальвації, наведених вище, доречним було б проаналізувати й наслідки, які отримує економіка у результаті розкручування інфляційної спіралі. У цілому, варто відмітити, що вплив інфляції на економіку є надзвичайно різностороннім і визначається не тільки її рівнем, але й різними інституціональними і фундаментальними макроекономічними умовами. В економічній літературі існує дуже багато теоретичних та емпіричних робіт, присвячених цій проблемі, у даній статті зосередимося тільки на ефектах впливу інфляції на фінансовий сектор, оскільки такий розгляд значною мірою включає відображення інфляційних процесів і у реальному секторі економіки також.



Зацікавленість світової спільноти у проблемі впливу інфляції на фінансовий сектор обумовлена результатами робіт, в яких досліджувалися темпи зростання економік при різних темпах інфляції (роботи Барро, Бруно, Естерлі). Результатом таких досліджень став висновок про існування причинно-наслідкового зв'язку між розвиненістю фінансових ринків, банківських інституцій та економічним зростанням. Пошук відповіді на питання "чи здатна інфляція, впливаючи на фінансовий сектор, впливати на економічну активність?" робить сьогодні актуальними такі напрямки емпіричних досліджень взаємодії інфляції та фінансового сектора, а саме: вплив інфляції на дохідність фінансового посередництва, вплив інфляції на реальні процентні ставки і дохідність фінансових активів, а також вплив інфляції на розвиток фінансового сектора і активність фінансових ринків у цілому.

Відповідь на поставлене питання, отримана у переважній більшості досліджень, була практично однозначною: результати впливу інфляції залежать від характеристик і глибини фінансового сектора – що менше розвинутий сектор, то більшими будуть масштаб наслідків і негативні ефекти. Інфляція негативно впливає на ефективність фінансового посередництва, причому зменшення ефективності банківського сектора і активності фінансових ринків відбувається на фоні скорочення реальної доходності практично по всіх фінансових активах. Як результат, при менш розвинутому фінансовому секторі знижується кількість ефективних виробничих інвестицій, інтенсивність трансакцій і суспільний добробут у цілому.

Узагальнюючи досвід вивчення проблематики інфляції у країнах із перехідною економікою, доречно навести загальновідомі (що отримали емпіричне підтвердження) підсумки наукових досліджень. Так, наприклад, у роботах російських вчених Інституту економіки перехідного періоду, які, для того щоб оцінити втрати добробуту суспільства, проаналізували різні канали впливу інфляції на розвиток фінансового сектора у країнах з перехідною економікою, було отримано такі висновки, що мають практичний інтерес і для нас, оскільки Україна була також включеною в аналіз:

- більш високим темпам інфляції відповідають більш низькі обсяги банківських кредитів приватному сектору і більш низька капіталізація фондового ринку;
- еластичність обсягу банківського кредиту приватному сектору і капіталізація фондового ринку по інфляції у країнах з більш розвинутим фінансовим сектором є вищою;
- із зростанням інфляції банківська процентна різниця збільшується;
- у країнах з більш розвинутим фінансовим сектором граничне збільшення банківської процентної маржі у відповідь на зростання інфляції є нижчим, ніж у країнах з менш розвинутим фінансовим сектором;
- реальний процент за банківськими кредитами і депозитами зменшується із зростанням інфляції. Номінальний процент за депозитами у меншій мірі, ніж процент за кредитами, коригується на інфляцію;
- номінальний процент за депозитами у більшій мірі коригується на інфляцію у країнах з більш розвинутим фінансовим сектором [15].

За показниками, що характеризують фінансовий розвиток та глибину фінансового сектора (відношення вартості ліквідних зобов'язань до ВВП, обсяг кредитів як відсоток до ВВП, частка кредитів приватному сектору у за-





гальному обсязі внутрішнього кредиту, процентна маржа – різниця між відсотковими ставками за кредитами та депозитами, частка готівки у грошовому агрегаті М2) Україна, на жаль, належить до групи країн із слабо розвинутим фінансовим сектором. Серед них також наші сусіди Росія, Білорусь, Молдова; із європейських країн – Албанія, Болгарія, Румунія. До групи фінансово розвинутих країн з перехідною економікою належать Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія, Хорватія, Чехія, Естонія.

Аналіз середніх за два періоди 1996–1999 рр. та 2000–2004 рр. значень показників, що характеризують рівень розвитку банківського сектора у деяких країнах світу (табл. 7) показує, що для України, як і для її найближчих сусідів, притаманна позитивна тенденція розвитку – збільшились обсяги депозитів, зменшився розрив між відсотковими ставками за кредитами та депозитами, зросла кредитна активність банків. Однак загальний рівень та глибина банківського сектора все ще залишається низькою: внутрішній кредит, який у середньому за період 2000–2004 рр. в Україні склав 27%, є удвічі нижчим за показник у європейських країнах та майже втричі, ніж у розвинутих індустріальних країнах (у Японії – 152%, у Великобританії – 143%). Рівень залучених коштів у банки (15%) значно нижчий, ніж у Японії (116%), Великобританії (111%), Китаї (137%), удвічі менший, ніж у США (31%), де фінансова система більш орієнтована на фондовий ринок. За даними, представленими у таблиці, добре також прослідковується і закономірність між рівнем розвитку фінансового сектора та інфляцією – у країнах з розвинутим банківським сектором інфляція є у середньому нижчою, меншими також є відсоткові ставки за кредитами та депозитами та маржа між ними.

Беручи до уваги також і низький рівень капіталізації фондового ринку, прикладний аналіз та результати емпіричних досліджень для України вказують на те, що вплив інфляційних процесів на економіку країни та в цілому на фінансовий сектор буде більш значущим, аніж у її європейських сусідів, а отже, до політики стримування цін ми маємо ставитись уважніше.

Аналіз ситуації поточного року свідчить: індекс споживчих цін за січень–червень 2005 р. склав 6,4% (що є найбільшим показником за останні роки), зросла швидкість обертання грошей в економіці (впродовж усіх років економічного зростання вона знижувалася), зростають ціни виробників (8,3% за перше півріччя) і доларизація економіки. Суттєві дестабілізуючі наслідки інфляції для грошово-кредитної системи України та її реального сектора вказують на необхідність проведення Урядом та НБУ політики, орієнтованої на зниження інфляції, що не викликає сумнівів у цілому. Однак замість "крапки" у проведенні дослідження та пошуку відповіді на питання: ***інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше?***, варто, на нашу думку, навести результати оцінювання простого регресійного рівняння<sup>3</sup>, де серед факторів, що визначали темпи реального ВВП у 2004 р., виокремлюється вплив інфляції та змін обмінного курсу:

$$Y = 212,07 * EO - 0,61 * CPI + 0,34 * PPI + 9,91,$$

$$R^2 = 0,79 \quad DW = 1,97.$$

<sup>3</sup> Приведене вище рівняння дає статистичну оцінку впливу змін індексу цін споживчого ринку (CPI), цін виробника (PPI), динаміки обмінного курсу гривні щодо долара США (EO) на темпи змін реального ВВП (Y) у місячному розрізі, розрахованих до грудня попереднього року.

Середні за період значення окремих показників, що характеризують рівень розвитку банківського сектора та інфляцію у деяких країнах світу

	Інфляція (% зміна ІСЦ)		Різниця між відсотковими ставками за кредитами та депозитами		Внутрішній кредит (як % від ВВП)		Готівка (як % від ВВП)		Депозити (як % від ВВП)	
	1996–1999	2000–2004	1996–1999	2000–2004	1996–1999	2000–2004	1996–1999	2000–2004	1996–1999	2000–2004
США	2,24	2,56	2,81	2,94	78,78	87,08	5,50	6,04	29,07	31,28
Японія	0,56	-0,52	2,15	1,84	137,57	152,22	10,49	13,54	68,46	116,40
Велика Британія	2,64	2,45	2,86		124,76	142,27	2,59	2,55	88,17	110,99
Китай	2,23	0,30	2,95	3,44	113,42	153,94	14,23	16,46	103,20	137,06
Хорватія	4,59	3,12	12,47	9,11	46,37	59,31	4,18	5,13	34,83	56,77
Чехія	7,52	2,67	5,04	4,43	65,08	46,94	7,22	8,25	16,54*	23,24*
Польща	13,50	4,36	5,93	5,45	26,94	35,53	5,81	5,30	32,38	37,10
Румунія	74,51	25,99	н.д.	н.д.	21,79	14,09	3,71	3,09	3,24*	2,52*
Угорщина	16,52	7,14	5,73	2,38	63,44	55,50	6,99	6,93	39,53	40,14
Словачія	7,30	7,15	5,36	4,58	60,16	51,46	6,71	7,62	15,09*	17,25*
Словенія	8,07	6,77	6,26	5,10	37,50	48,93	2,81	2,79	39,19	50,48
Естонія	11,28	3,56	7,07	3,60	102,69	48,25	7,02	6,11	22,90	32,92
Латвія	8,26	3,24	10,39	4,94	15,79	33,49	9,31	9,39	15,60	22,70
Казахстан	18,02	8,08	н.д.	н.д.	8,47	12,76	4,88	4,48	4,18*	5,10*
Білорусь	120,80	63,74	21,50	12,74	21,79	18,48	3,33	2,65	15,91	13,52
Молдова	20,37	14,11	9,56	7,71	27,70	26,37	9,69	9,41	10,23	14,49
Росія	43,95	16,52	39,45	11,57	33,89	26,14	5,85	7,43	14,44	19,01
Україна	32,38	11,04	35,92	17,41	20,41	27,07	6,46	10,40	7,66	15,96

\* Тільки депозити до запитання.

Джерело: розраховано <sup>4</sup> за даними МВФ.

<sup>4</sup> Щиро вдячна за технічну допомогу у розрахунках даних таблиці Малащенко Т.О.



Незважаючи на явну спрощеність регресійного аналізу, отримані результати дають можливість висунути ряд гіпотез, що варті уваги та подальшого детального вивчення: *по-перше*, напрямки впливу змін валютного курсу та динаміки цін споживчого ринку у 2004 р. були різними, причому якщо зростання інфляції (ІСЦ) негативно впливало на ВВП, то зростання курсу (номінальна девальвація) мало б позитивно впливати на його реальні темпи. Однак упродовж року відбулося незначне зміцнення гривні, отже, цілком імовірно, що курсова динаміка була стримуючим чинником економічного зростання. *По-друге*, викликає запитання різне спрямування впливу на темпи ВВП цін споживчого ринку та цін виробників. У 2004 р. (на відміну від 2003 р.) вплив оптових цін на ВВП був позитивним і меншим за абсолютною величиною, ніж вплив підвищення цін на споживчі товари (можливо, це є емпіричним підтвердженням гіпотези С.Корабліна про інфляцію як необхідну "змазку", спрямовану на зменшення вад і недосконалостей української економіки). Хоча й у кінцевому рахунку зростання цін виробників не привело до уповільнення темпів економічної динаміки (згідно з нашим рівнянням), однак воно чинило тиск на зростання цін споживчого ринку, а тому потребує детальніших розрахунків та аналізу особливостей інфляційного процесу в Україні.

Якщо повернутися до факторів, що формують особливості динаміки інфляційного процесу в Україні і мають значний вплив на траєкторію монетарного розвитку, виділивши збільшення пропозиції грошей за рахунок валютного ринку, то вже сьогодні можна відмітити зростання грошових агрегатів та монетарної бази, які перевищують заплановані "Основними засадами" темпи (*обсяг інтервенцій на рік передбачався на рівні 2,3 млрд дол. США, а станом на 1 червня вони вже склали 4,6 млрд дол. США*). Отже, очевидним буде припущення, що НБУ у другій половині 2005 р. серед усього комплексу монетарних інструментів, спрямованих на забезпечення цінової стабільності, буде проводити гнучку політику обмінного курсу. Курс на ревальвацію гривні є високо ймовірним кроком НБУ, якщо брати до уваги його точку зору, *що реальний курс гривні по відношенню до долара США становить від 1,30 до 2,60, а оптимальна вартість американського долара – 3,80* [16]. На нашу думку, вказані межі є дуже дискусійним моментом і заслуговують детального обґрунтування і обговорення.

Результати модельних оцінок, представлених у даній статті, ставлять під сумнів однозначність позитивного впливу реальної ревальвації гривні на інфляцію та економічну динаміку в Україні. Серед заходів, що практично не викликають сумнівів, можна виділити ті, які уже пройшли апробацію у країнах, що мали схожі проблеми. Зокрема, враховуючи специфіку українського ринку, серед заходів, що пропонуються міжнародними фахівцями (після узагальнень та висновків досліджень впливу інфляції на реальну економіку та фінансовий сектор), не тільки актуальними, а й необхідними для України можна назвати:

- координацію дій Уряду з політики лібералізації цін та тарифів на товари й послуги із заходами Національного банку;
- забезпечення стабільності курсу національної валюти, недопущення зростання невизначеності на валютному ринку;
- розширення спектру фінансових інструментів, доступних фізичним особам, випуск індексованих фінансових активів [див. 15].



Підбиваючи підсумок і зважаючи на всі застереження щодо можливостей негативного розвитку подій в Україні, необхідно наголосити, що перед монетарною владою стоїть надзвичайно складне завдання – знайти таке збалансоване компромісне рішення у політиці курсоутворення, щоб забезпечити, з одного боку, стабілізуючий вплив на динаміку цін, з іншого – не порушити конкурентоспроможності національних товаровиробників на зовнішньому ринку і не дестабілізувати внутрішній ринок. Головним моментом у виборі "інфляція чи ревальвація" має залишатися, на нашу думку, позиція, що **стримування інфляційних процесів за рахунок посилення гривні має бути всебічно обґрунтованим і головне – не має зашкодити достатній монетарній підтримці економічного зростання і не накопичити проблем, які стануть на заваді довгострокового розвитку економіки та суспільства.**

### Література

1. Carlson Keith M. The lag from Money to Prices // Review. – Federal Reserve Bank of St.Louis. – 1980. – Oct. – Tabl. 1.
2. Piontkivsky, R. Bakun, M. Kryshko, and T.Sytnyk. The impact of the budget deficit on inflation in Ukraine. INTAS Research report 95-0273, 2001.
3. Lissovolik, B. Determinants of inflation in a transition economy: The case of Ukraine. IMF working paper, WP/03/126, 2003.
4. Білан О., Сіліверстовс Б. Інфляційні процеси в перехідній економіці України: Наукові матеріали / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. – 2005. – Лютий. – № 28.
5. Кораблін С. Нелюбимая // Зеркало недели. – 2005. – № 11 (539).
6. Кораблін С. Сукупна пропозиція та оптимальна інфляція // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 1. – С. 9–32.
7. Ari Aisen, Francisco Jose Veiga. Does Political Instability Lead to Higher Inflation? A Panel Data Analysis. IMF Working Paper WP/05/49, March 2005, pp.5–10.
8. Lucas R. Inflation and Welfare // Econometrica. – 2000. – Vol. 68. – № 2.
9. Bailey M. The Welfare Cost of Inflationary Finance // Journal of Political Economy. – 1956. – № 64.
10. Feldstein M. Inflation. Tax Rules, and the Stock Market // Journal of Political Economy. – 1980. – № 6.
11. Turnovsky S. Monetary Growth, Inflation, and Economic Activity in a Dynamic Macro Model // International Economic review. – 1987. – Vol. 28. – № 3. – October.
12. Мовшович С.М. Общественные потери от налогов и инфляции // Экономика и математические методы. – 2000. – Т. 36. – №4.
13. Сотсков А.И. Долгосрочные эффекты налоговой и монетарной политики правительства и потери общества // Экономика и математические методы. – 2005. – Т. 41. – №2. – С.3–20.
14. Шумська С.С. Доларизація та відтік коштів з української економіки // Економіка і прогнозування. – 2003. – № 4. – С. 62–71.
15. Дробышевский С., Пономаренко С., Изряднова О., Усик Т., Циканова А. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой. – М.: Институт переходного периода, 2004.
16. Іщенко Г., Самсоненко Л. Шляхом зміцнення гривні // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 76.