

ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ: ПАНАЦЕЯ ЧИ НОВІ РИФИ?

Чергове засідання Клубу банкірів 23 вересня 2016 р. у Національному банку України було присвячено проблемі, яка викликала у фахових колах бурхливу дискусію. Невипадково до обговорення теми "Інфляційне таргетування. Новий підхід до монетарної політики в НБУ: рішення та їх результати" долучилися нинішні та колишні високопосадовці Національного банку України, представники провідних вітчизняних банків, вчені-економісти.

Заступник Голови НБУ Я.Смолій підкреслив, що Національний банк відкритий до діалогу з банківською спільнотою та фаховим експертним середовищем, а його колега, заступник Голови НБУ Д.Сологуб, зокрема, зазначив, що сьогодні Національний банк приділяє особливу увагу збереженню купівельної спроможності гривні шляхом підтримання у середньостроковій перспективі низьких, стабільних темпів інфляції.

"Навесні Національний банк змінив операційний дизайн процентної політики. Ключовою ставкою політики була визначена процентна ставка за основною операцією з регулювання ліквідності (наразі операції з двотижневими депозитними сертифікатами). Водночас були уніфіковані облікова ставка та ставка за основною операцією, а коридор процентних ставок НБУ звужений до коридору ставок за кредитами овернайт та депозитними сертифікатами овернайт, – зазначив у своїй доповіді директор департаменту монетарної політики та економічного прогнозування НБУ С.Ніколайчук. – Крім того, також запроваджено прийняття рішень з монетарної політики на основі макроекономічного прогнозу та формалізовано процес прийняття рішень та їх комунікації. Перехід до активної процентної політики дозволив знизити інфляцію, "заякорити" та покращити інфляційні очікування, зменшити волатильність вартості ресурсів у гривні, а також обмінного курсу гривні".

Заступник директора Інституту економіки та прогнозування НАН України, д-р екон. наук С.Кораблінін акцентував, що протягом часу свого існування гривня девальвувала відносно долара США майже у 15 разів – з 1,76 до 26 грн/дол. США, причому приблизно 70% цього падіння припали на останні два роки: "Така курсова нестійкість звичайно пов'язується з прорахунками монетарної та фінансової політики. Зокрема, вважається, що головним поштовхом до валютних проблем, як правило, виступає розбалансований державний бюджет. Адже необхідність його фінансування спричиняє надмірну грошову пропозицію, яка невідворотно відбивається у надмірно високій інфляції. Це тисне на національну валюту, яка врешті-решт не витримує напруження та девальвує".

На думку С.Кораблініна, альтернативний погляд на природу курсової нестабільності гривні можна пов'язати з сировинним характером української економіки та коливаннями світових цін на експортовану сировину. Цю точку зору підкріплює той факт, що вітчизняна економіка залишається не лише сировинною, але також малою (її частка у світовому ВВП становить близько 0,1%), відкритою (співвідношення вітчизняного експорту/імпорту до ВВП стійко дорівнює приблизно 50%) та має наднизькі спекулятивні суверенні рейтинги (В-, за шкалою S&P's, та Сaa3 – за Moody's). Урахування цієї особливості дозволяє не лише пояснити характер змін світових цін на сировину, що формує основу

українського експорту (сталь, пшениця, соняшникова олія, азотні добрива), а й також визначити їх агрегований індекс цін.

Співставлення річних темпів приросту цього індексу з аналогічним показником офіційного курсу гривні до долара США дозволяє зробити такі висновки:

- за останні 20 років усі валютні кризи в Україні відбувалися при падінні світових цін на сировину;
- за цей час українська економіка та її валюта не змогли протистояти жодній сировинній рецесії;
- валютно-курсова, економічна та фінансова стійкість в Україні спостерігалася виключно за умов зростання експортних цін.

Зрозуміло, що у кожній валютній кризи була своя специфіка, – підкреслив С.Кораблін. Так, перед обвалом у 1998–1999 рр. Україна ще не відійшла від курсових падінь і гіперінфляції початку 90-х. Кризу 2008–2009 рр. посилювала піраміда валютних кредитів, а її уламки не розчистили й до початку падіння курсу у 2014 р. Крім того, офіційний Київ до того моменту де-факто перебував у фінансовій ізоляції. Остання зникла зі зміною уряду навесні 2014 р., але війна на Сході виявилася для курсу невід'ємним тягарем.

Разом із тим час і місце усіх трьох криз визначалися сировинною спеціалізацією України та обвалом цін на її експорт. У будь-якому разі їх загальна логіка залишалася приблизно однаковою: сировинна рецесія, падіння експорту і пов'язаних з ним доходів, девальвація гривні, падіння ВВП, фінансові й бюджетні дефіцити, втеча капіталу, банківська криза, виснаження резервів, валютні обмеження, кредит МВФ. На підтримку цього судження свідчить динаміка реального ВВП України, а також доходів/дефіциту її Зведеного бюджету.

Отже, бюджетні та фінансові розриви, в яких часто вбачають причину практично усіх валютних криз, в Україні самі виявляються лише одними з її проміжних складових. Їх різке зростання – результат не лише недбальства, але також і сировинного характеру української економіки та падіння світової кон'юнктури на її продукцію. Саме з цього починаються проблеми, які ведуть гривню до чергової програми МВФ. Причому цей зв'язок виник ще до кризи 1998–1999 рр.: Stand-by (1996-й, 1997 р.), EFF (1998 р.), знову Stand-by (2008-й, 2010-й і 2014 р.), знову EFF (2015 р.). Усі зазначені програми (крім Stand-by 2010 р.) збіглися з часом сировинних рецесій і були спрямовані на стабілізацію курсу гривні. Глибина його річних спадів (за кварталними показниками) досягала, відповідно, -92% – у 1999 р., -61% – у 2009-му і -139% – у 2015 році."

Тому, на думку С.Корабліна:

- причини валютно-фінансової нестабільності можуть різнитися за різними типами економік: сировинних та індустріальних; малих та великих;
- у малих сировинних економіках фінансово-бюджетні та монетарні фактори валютно-фінансової нестабільності можуть бути лише її проміжним, але не основним чинником. Їх точкове "лікування" не гарантує економічного одужання та стабільності національної валюти;
- протягом 1996–2016 рр. усі економічні, фінансові та валютні кризи в Україні були пов'язані з падінням світової кон'юнктури на сировину;
- сировинна природа української економіки та падіння світових цін на її продукцію були ключовими (економічними) чинниками початку кризи у 2014 р.;



- найближча валютно-фінансова стабілізація в Україні визначатиметься не зовнішніми кредитами та фінансовими обмеженнями, а станом світових ринків сировини;
- сталий імунітет до сировини вимагає не низької інфляції та фінансових обмежень, а випереджаючого розвитку в Україні обробної промисловості;
- за цих умов успішне виконання Національним банком ст. 99 Конституції України щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці України може бути можливим лише за корекції економічної, фінансової та монетарної політики держави.

Провідний науковий співробітник ДННУ "Академія фінансового управління", канд. екон. наук А.Дробязко звернув увагу присутніх на те, що, "задекларувавши інфляційне таргетування, НБУ поставив перед собою дуже амбітну ціль, складові у вирішенні цього завдання виходять за межі інструментів, якими розпоряджається центральний банк:

У ході дискусії взяли участь третій Президент України, колишній голова НБУ В.Ющенко, перший заступник голови комітету Верховної Ради з питань фінансової політики і банківської діяльності М.Довбенко, колишній голова НБУ В.Стельмах, д-р екон. наук, професор В.Козюк, колишній директор департаменту монетарної політики НБУ Н.Гребеник, президент Українського товариства фінансових аналітиків Ю.Прозоров, директор Інституту економіки та прогнозування НАН України, академік НАН України, экс-голова Ради НБУ В.Геєць.

Зокрема, В.Ющенко наголосив: "Національні гроші повинні бути стабільними, а банківська система починається з основного – з довіри. Як працює банкір, якому не довіряють клієнти? Зараз в економіці 56% – це "тінь". А "тінь" обслуговує готівка. Інфляція та девальвація – це два фінансові "подарунки" нестабільності. Ми живемо глибоко в тіньовій економіці, і зараз дуже важливим є питання, як з економіки охолодження перейти до економіки розігріву?".

Що ж питання чекає нагальної відповіді. Наразі ж учасники засідання Клубу банкірів висловили схвалення політики відкритості НБУ та його прагнення до співпраці і поглиблення діалогу з банківською та експертною спільнотою.

Інф. ж-лу "Економіка і прогнозування"