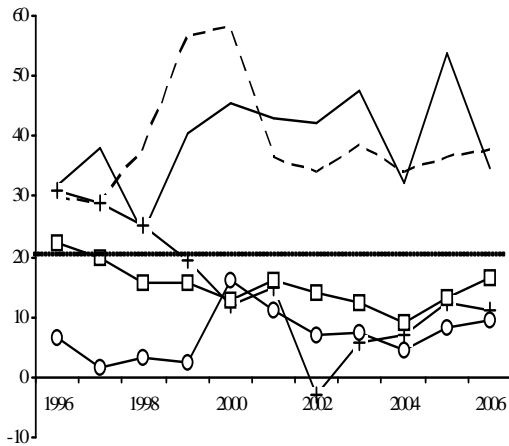


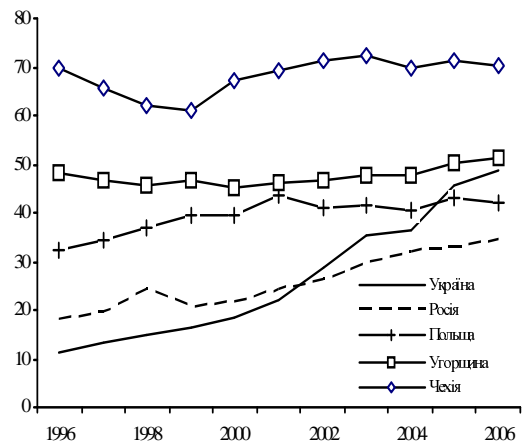
*Шевчук Віктор Олексійович,
доктор економічних наук;
Атаманчук Зорина Асланівна;
Черкас Наталія Ігорівна*

МОНЕТАРНІ ЕФЕКТИ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ І РЕМОНЕТИЗАЦІЯ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

Протягом 2000—2005 рр. в українській економіці підтримується надзвичайно високий темп зростання грошової маси (рис. 1а). Одним із чинників такої ситуації стала монетизація додатного сальдо поточного рахунку, проте у 2005—2006 рр. погіршення цього показника не стало чинником радикального зниження темпу зростання грошової маси, адже паралельно спостерігався значний приплив капіталу (рис. 2а). Наслідком стало прискорення інфляції понад прогнозований рівень (табл. 1). Якщо для 2000—2004 рр. справдилося припущення, що монетизація додатного сальдо поточного рахунку стане найкращим способом оперативної демонетизації економіки, оскільки супроводжуватиметься підвищенням попиту на гроші [12, с. 440], то подібної риси може бракувати у випадку припливу капіталу, навіть за умови подальшої акумуляції валютних резервів НБУ. Не відкидаючи впливу важливих немонетарних чинників (погіршення умов торгівлі, погіршення сальдо бюджету, підвищення комунальних тарифів тощо), немає підстав заперечувати інфляційний вплив експансійної монетарної політики. Останніми роками фактичні значення обидвох показників — пропозиції грошової маси та інфляції — **значно перевищують заплановані орієнтири (табл. 1)**. За умови формування додатного сальдо платіжного балансу за рахунок припливу капіталу (з одночасним погіршенням сальдо поточного рахунку), як це спостерігалось у 2006 р., актуальність стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу лише посилюється, тим паче на тлі завершення процесу ремонетизації української економіки. Попри досягнення значенням „грошовий агрегат М2/ВВП” показників Польщі та Угорщини (рис. 1б), чимало економістів далі підтримують експансійну орієнтацію монетарної політики [4, с. 27—28; 6, с. 9—32], як це спостерігалось у минулі роки [2, с. 85—86; 5, с. 15—21; 7, с. 44—51]. Залишається популярним заперечення зв'язку між грошовою масою та інфляцією [1, с. 250—251; 11, с. 5], яке підтримується деякими емпіричними дослідженнями [8, с. 102; 17; 18], **хоча існує чимало емпіричних свідчень протилежного характеру** [9, с. 7—10; 10, с. 40—48; 12, с. 283—306; 16]. Так само ми переконуємося в тому, що збільшення грошової маси погіршує динаміку доходу [12, с. 283—306; 16].



а) темпи зростання грошової маси (%);



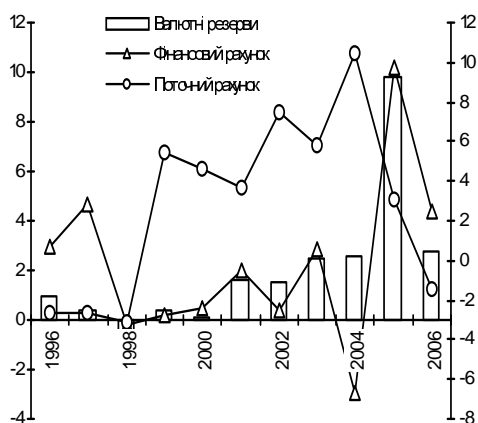
б) монетизація економіки (% від ВВП);

Рис. 1. Трансформаційні економіки: вибрані монетарні показники

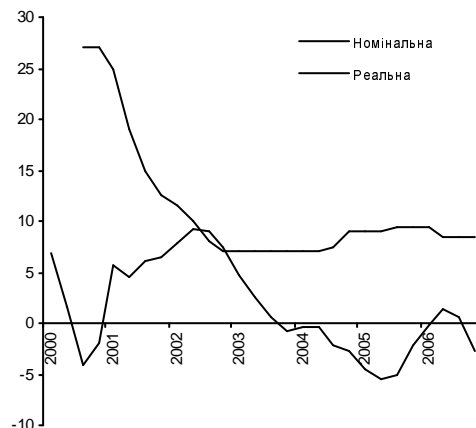
Джерело: розраховано за даними IMF *International Financial Statistics*

Якщо в 2000–2001 рр. високий темп зростання грошової маси не перешкодив гальмуванню інфляції, а в 2002 р. навіть спостерігалася дефляція (ціни знизилися на 0,6 %), то прискорення інфляції в 2004–2006 рр. створює вагомі застереження щодо продовження експансійної монетарної політики з погляду завершення процесу ремонетизації української економіки, виразних ознак спекулятивної „бульбашки” на ринку нерухомості та погіршення сальдо поточного рахунку. Зменшення щорічного темпу зростання грошової маси щонайменше вдвічі — до 15–20 % — потрібно переважно для надійного зниження інфляції, консолідації очікувань цінової та грошової стабільності, обмеження попиту на імпорт як чинника стимулювання попиту на внутрішньому ринку та збільшення приватних заощаджень. Надання монетарній політиці рестрикційного спрямування ставить на порядок денний кілька практичних завдань: а) запобігання можливому „перельоту” реальної процентної ставки у бік завищення; б) кероване зміцнення гривні; в) плавний демонтаж „бульбашки” на ринку нерухомості, яка підтримується надмірним збільшенням попиту за допомогою банківських кредитів; г) випереджаюче зміцнення банківської системи; д) відмову від дефіциту бюджету.

У запропонованій статті послідовно розглянуто вплив монетарних ефектів додатного сальдо поточного рахунку як засобу ремонетизації української економіки, характер впливу рахунків платіжного балансу на динаміку грошової маси та інфляцію, а також труднощі практичної реалізації політики стерилізації. Емпірично доведено брак стерилізації припливу капіталу за операціями фінансового рахунку та інфляційні наслідки поліпшення сальдо поточного рахунку, попри відсутність впливу цього показника на динаміку грошової маси.



а) рахунки платіжного балансу (% від ВВП)
валютні резерви (млрд дол.);



б) облікова ставка НБУ (%);

Рис. 2. Україна: індикатори монетарної ситуації, 1996—2006 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

Таблиця 1

**Планові та фактичні значення орієнтирів монетарної політики, визначених в
Основних засадах грошово-кредитної політики НБУ**

| Роки | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|-----------------------------|-------|------|-------|------|---------------|------|---------------|------|---------|------|
| | План | Факт | План | Факт | План | Факт | План | Факт | План | Факт |
| Інфляція (%) | 9,8 | -0,6 | 6-7 | 8,2 | 5,8-6,3 | 12,3 | 6-7 | 10,3 | 8,5-9,5 | 11,6 |
| Грошова база (%) | 11-13 | 34 | 17-20 | 30 | 26-32 | 34 | 20-26 | 54 | 25-27 | 17 |
| Грошова маса (%) | 18-20 | 42 | 22-27 | 48 | 32-39 | 32 | 28-33 | 54 | 27-32 | 36 |
| Обмінний курс (грн/дол.) | 5,60 | 5,33 | 5,48 | 5,33 | 5,38- 5,42 | 5,32 | 5,27- 5,31 | 5,12 | 5,0-5,2 | 5,05 |

Джерело: НБУ

Інструментальні чинники ремонетизації економіки. Упродовж 2000–2002 рр. підтримання додатного сальдо поточного рахунку забезпечило неінфляційне збільшення пропозиції грошової маси у середньому на 44 % (рис. 1а), не зважаючи на екстремально високі значення облікової ставки НБУ (рис. 2б). Ремонетизація економіки спостерігалася на тлі високого темпу зростання ВВП (2000 р. – 5,9 %, 2001 р. – 9,2 %, 2002 р. – 5,2 %) та стрімкого гальмування інфляції з 28,2 % річних у 2000 р. до 12,0 % у 2001 р., а у 2002 р. споживчі ціни навіть знизилися. З другої половини 2002 р. численні критики дефляції надміру „захопилися” аналізом негативного впливу високих процентних ставок, не звертаючи увагу на безумовно сприятливе збільшення пропозиції аграрної продукції, яка має непропорційно високу вагу в українському індексі споживчих цін, та динаміку оптових цін, яка на той час передбачала не так продовження у часі дефляційних процесів, а навпаки — близьке прискорення інфляції до вищого

рівноважного рівня (оптові ціни „випереджають” динаміку споживчих цін приблизно на півроку). „Боротьба з дефляцією” передбачала привернути увагу до нібито „нестачі” грошової маси в українській економіці, а на цій основі — виправдати уповільнення динаміки ВВП у 2002 р. Але насправді така ситуація створила передумови для „перегріву” економіки зразка 2004 р., посиленого втратою збалансованості сальдо бюджету і масованими зовнішніми запозиченнями.

Валютна криза восени 2004 р. та обмеження пропозиції грошової маси об’єктивно сприяли коригуванню динаміки грошових агрегатів до рівноважного рівня, однак у 2005 р. поновилося їх екстремально високе зростання (рис. 1а), попри уповільнення динаміки зростання ВВП (це зменшило попит на гроші) та погіршення сальдо експорту-імпорту товарів. З початку 2006 р. поєднання від’ємного сальдо зовнішньої торгівлі та відпливу капіталу полегшило проведення відповідальної монетарної політики (протягом січня-травня 2006 р. НБУ зменшив грошову базу до 76,7 млрд грн або на 7,3 %). Однак цього виявилось недостатньо для зменшення пропозиції грошової маси (грошовий агрегат М2 однаково зріс на 6,7 % — до 206,4 млрд дол.)¹. З квітня 2006 р. збільшенню грошової маси сприяло локальне поліпшення сальдо поточного рахунку, однак з серпня 2006 р. сальдо експорту-імпорту товарів і послуг значно погіршилося, але водночас поновився приплив капіталу, який з надлишком нівелював відповідні монетарні ефекти платіжного балансу.

На тлі погіршення сальдо поточного рахунку головною причиною тривалого надмірного збільшення пропозиції грошової маси бачиться недостатнє обмеження обсягів внутрішнього кредитування, яке, зі свого боку, підтримується зовнішніми запозиченнями комерційних банків. Успішній стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу, передусім за операціями фінансового рахунку, не сприяють низька облікова ставка НБУ, занижені резервні вимоги та відсутність надійних обмежень на приплив іноземного спекулятивного капіталу. В такому контексті посилення на монетарні ефекти платіжного балансу є вагомим, але не вичерпним поясненням надмірно експансійної монетарної політики.

У сусідній Росії після стрімкого подорожчання сировини нафти і природного газу останніми роками сальдо платіжного балансу є набагато кращим, тоді як темпи зростання грошової маси — нижчими (рис. 1а). Для вітчизняних умов надмірне зростання грошової маси перешкоджає зниженню інфляції та підвищує фінансові ризики, а відповідно — рівень номінальної процентної ставки. Навіть для періоду

¹ Зазвичай збільшення грошового мультиплікатора (співвідношення „грошовий агрегат М2/грошова база”) засвідчує втрату контролю за пропозицією грошової маси і може бути ознакою кризових явищ на фінансовому ринку. Показник грошового мультиплікатора в Росії у передкризовий період 1997-1998 рр. становив 21 %, а в Аргентині у 1997-2000 рр. — 38 %.

2001–2003 рр. щорічне збільшення грошової маси у середньому на 44 % було надмірним. Аргумент про „недостатю монетизацію” української економіки за інерцією й надалі використовується для обґрунтування експансійної монетарної політики НБУ, однак аналіз співвідношення „М2/ВВП” свідчить, що це зовсім не так (рис. 1б). За підсумком 2006 р. монетизація української економіки становила 48,8 % від ВВП, що вище польського показника і майже дорівнює угорському, відповідно 42 % і 51,2 % від ВВП. Монетизація економіки Чехії є вищою, але це пояснюється швидше вагомими інституційними відмінностями, аніж особливостями монетарної політики. На відміну від України чи Росії, більшість країн Східної Європи уникли стрімкого зниження монетизації, однак це зовсім не означає, що надолужувати згаяне потрібно прискореними темпами.

В Угорщині та Чехії, наприклад, стабілізація динаміки ВВП навколо деякої рівноважної траєкторії супроводжувалася зменшенням щорічного темпу зростання грошової маси нижче 20 % (рис. 1а). У Польщі цей процес було відкладено в часі (протягом другої половини 1990-х років щорічне збільшення грошової маси стабільно перевищувало 20 %), що зрештою зумовило потребу в надмірно рестрикційній політиці зразка 2002–2006 рр. У Польщі прискорена демонетизація другої половини 90-х років змінилася наступною корекцією цього показника і його стабілізацією на рівні 40–43 % від ВВП (рис. 2б). Для цього вимагалось не просто знизити темп зростання грошової маси, а зменшити цей показник у абсолютному вимірі (рис. 1б). У 2004–2006 роках пропозиція грошової маси збільшувалася в середньому на 10 %, що не завадило збільшити щорічний темп зростання ВВП понад 5 %.

Підвищення показника монетизації української економіки до рівня успішних східноєвропейських економік свідчить про завершення процесу демонетизації. Проте ймовірно, що рівноважний рівень монетизації для України є нижчим і не перевищує 40–42 % від ВВП, тому прискорене зростання грошової маси зразка 2003–2006 рр. вимагає рестрикційного коригування. Інакше подальше збільшення пропозиції грошової маси спричинить хронічну інфляцію. Важко сподіватися, що монетизація української економіки може бути вищою від економіки Польщі — країни-члена ЄС з розвиненим фондовим ринком, надійною банківською системою, вчетверо вищим рівнем заробітної плати і прогресуючим зниженням доларизації грошового обігу.

Стрімка ремонетизація української економіки виразно контрастує з набагато повільнішим підвищенням співвідношення „М2/ВВП” в економіці Росії (рис. 2а). Центробанк Росії не захоплюється політикою „дешевих” грошей і не знижує облікову ставку до від’ємних значень у реальному вимірі (з урахуванням інфляції), як це спостерігалось в Україні упродовж 2004–2005 рр. і з другої половини 2006 р. Загалом

монетизація є настільки індивідуальною характеристикою окремих економік, що навіть порівняння з економіками споріднених країн, не кажучи вже про США чи Японію, не можуть вважатися переконливим аргументом у серйозній дискусії. Важливим є не власне рівноважний рівень монетизації (порівняно з іншими країнами), а швидкість його досягнення з вихідної позиції демонетизованої економіки.

Ілюзія „немонетарної” інфляції або „неінфляційного” збільшення грошової маси може пояснюватися залученням „зайвої” грошової маси для фінансування ринку нерухомості. Експансійна монетарна політика спричинює збільшення обсягів кредитування, яке має, переважно, споживчий характер. Стрімке зростання цін на нерухомість розпочалося у лютому-березні 2002 р. і, загалом, співпадає з траєкторією ремонетизації української економіки. Нерухомість практично не представлена в індексі споживчих цін, а її подорожчання вчетверо-вп'ятеро залишилося “непоміченим” вітчизняною статистикою. За таких умов своєрідною “платою” за порівняно невисоку офіційну інфляцію стало карколомне подорожчання нерухомості, яке не має аналогів у країнах з низьким доходом (окрім Росії). Оскільки можливості подальшого зростання цін на нерухомість вже вичерпали себе, прямий зв'язок між пропозицією грошової маси та інфляцією повинен лише посилюватися.

Хоча погіршення сальдо експорту-імпорту полегшує умови для обмеження пропозиції грошової маси, таку ситуацію не можна вважати задовільною, оскільки від'ємне сальдо зовнішньої торгівлі товарами і послугами погіршує динаміку ВВП і промислового виробництва [14, с. 32—38]. У цьому аспекті українська економіка істотно відрізняється від економік країн Східної Європи, де навпаки — дефіцит торговельного балансу (поточного рахунку) є сприятливим для економічного зростання. Відновлення додатного сальдо торговельного балансу, яке попри численні заяви не вдалося зробити уряду В. Януковича², так чи інакше вимагає обмеження темпу зростання грошової маси, адже одним із найвагоміших чинників підвищення попиту на імпорт є збільшення обсягів споживчого кредитування, яке фінансується зовнішніми запозиченнями українських банків. Поновлення припливу капіталу лише посилює актуальність завдання поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі, але водночас ускладнює його практичне

² Зокрема, амбіційне завдання поновити до кінця року додатне сальдо торговельного балансу ставилося на засіданні уряду 21 березня 2007 р. Поки що все якраз навпаки: продовжується помітне з другої половини 2006 р. погіршення сальдо торговельного балансу і поточного рахунку. Якщо за підсумком II кв. 2006 р. тенденцію до погіршення сальдо поточного рахунку вдалося зупинити, а у липні-вересні минулого року досягти додатне сальдо на рівні 0,5 млрд. дол., то надалі цей показник погіршився до загрозливих 1,3 млрд. дол. в IV кв. 2006 р. і I кв. 2007 р. За підсумком січня-липня 2007 р. від'ємне сальдо торговельного балансу досягло 5,25 млрд. дол. проти 3,26 млрд. дол. за відповідний період минулого року.

виконання, адже за умов фіксованого обмінного курсу гривні НБУ змушений купувати значні обсяги іноземної валюти і таким чином збільшувати пропозицію грошової маси.

Монетарні ефекти платіжного балансу. Для емпіричної перевірки функціональних зв'язків нами використано структурну модель взаємної залежності показників грошової маси та інфляції, $m2_t$ і cpi_t , яка враховує залежність обох показників від рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового (% від ВВП), відповідно sa_t і fa_t , як незалежних чинників. Додатково використовувалися показники номінального обмінного курсу (грн за дол.) і номінального ефективного обмінного курсу (індекс, 2000=100), відповідно e_t і $neer_t$. Всі показники використано у вигляді перших різниць. Показники $m2_t$, cpi_t , e_t і $neer_t$ прологарифмовано.

За допомогою методу двокрокових найменших квадратів (англ. two-stage least squares — 2SLS) Отримано такі результати для динаміки грошової маси та інфляції:

$$m2_t = 0,900m2_{t-1} + 0,003fa_t - 0,128e_{t-1}, \quad (1)$$

(15,856*) (2,694*) (-2,074**)

$$DW = 2,40 \quad ADF = -4,67^* \quad PP = -9,43^*$$

$$cpi_t = 0,634m2_{t-1} + 0,304e_{t-1}. \quad (2)$$

(6,930*) (3,072*)

$$DW = 1,98 \quad ADF = -5,12^* \quad PP = -8,46^*$$

Як бачимо, поліпшення сальдо фінансового рахунку (або чистий приплив капіталу) спричинює збільшення пропозиції грошової маси (рівняння (1)). Збільшенню грошової маси може запобігти зміцнення грошової одиниці. Кожен відсоток зміцнення гривні дозволяє зменшити пропозицію грошової маси на 0,12 %. Вищий темп зростання грошової маси і девальвація грошової одиниці однаково прискорюють інфляцію (рівняння (2)). Обидва коефіцієнти передбачають потужний вплив монетарних чинників на інфляцію і відрізняються високою статистичною значущістю (на рівні 1 %). Збільшення грошового агрегату M2 на 10 % прискорює інфляцію на 6,2 %, а девальвація гривні на 10 % — підвищує споживчі ціни на 3 %. У рівняннях (1) і (2) не виявлено залежності пропозиції грошової маси та інфляції від сальдо поточного рахунку, що можна є свідченням високого ступеня стерилізації відповідних монетарних ефектів.

З використанням показника номінального ефективного обмінного курсу інфляційний ефект від „слабкої” грошової одиниці стає ще виразнішим:

$$m2_t = 0,906m2_{t-1} + 0,003fa_t - 0,268neer_{t-1}, \quad (3)$$

(17,798^{*}) (2,948^{*}) (-2,739^{*})

$DW = 2,45$ $ADF = -4,23^*$ $PP = -8,95^*$

$$cpi_t = 0,664m2_{t-1} + 0,476neer_{t-1}, \quad (4)$$

(7,545^{*}) (2,950^{*})

$DW = 1,99$ $ADF = -4,82^*$ $PP = -8,31^*$

Оскільки присутність показника обмінного курсу може маскувати вплив сальдо рахунків платіжного балансу, а також залежних змінних, для додаткової перевірки стійкості отриманих результатів використано модель без e_t і $neer_t$.

У „немонетарній” специфікації регресійної моделі залежність показників пропозиції грошової маси та інфляції від сальдо рахунків платіжного балансу виявилася такою:

$$m2 = 0,921m2_{t-1} + 0,003fa_t - 0,116cpi_{t-1}, \quad (5)$$

(14,114^{*}) (2,532^{*}) (-1,866^{***})

$DW = 2,59$ $ADF = -4,39^*$ $PP = -10,56^*$

$$cpi = 0,709cpi_{t-1} + 0,009ca_{t-1} - 0,002fa_{t-1}. \quad (6)$$

(7,767^{*}) (1,914^{**}) (-1,291)

$DW = 1,94$ $ADF = -4,56^*$ $PP = -6,52^*$

Помітно, що на прискорення інфляції НБУ реагує уповільненням темпу зростання грошового агрегату М2, але така реакція є досить слабкою (відповідний коефіцієнт є малим і значущим на рівні 10 %) (рівняння (5)). Зі зміною специфікації регресійної моделі не змінюється висновок щодо прямого зв'язку між надходженням іноземного капіталу і збільшенням пропозиції грошової маси. Проте з'являються слабкі свідчення, що поліпшення сальдо поточного рахунку має інфляційні наслідки, тоді як приплив капіталу безпосередньо не впливає на інфляцію. Таким чином все виглядає на те, що поліпшення сальдо поточного рахунку впливає на інфляцію безпосередньо, а сальдо фінансового рахунку — опосередковано (через збільшення пропозиції грошової маси). Інтуїтивно „немонетарні” цінові шоки від поліпшення сальдо поточного рахунку можна ідентифікувати в широкому діапазоні: від подорожчання металопродукції і зернових (сукупна пропозиція) до збільшення внутрішнього попиту внаслідок збільшення доходу в експортних галузях та його розподілу в межах суміжних галузей та через бюджетні механізми.

Труднощі політики стерилізації. Отримані емпіричні результати недвозначно свідчать про потребу стерилізації припливу капіталу, а у перспективі — посилення

оберненого зв'язку між сальдо поточного рахунку і пропозицією грошової маси. Проблема стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу за допомогою підвищення облікової ставки і резервних вимог та ревальвації гривні, підтриманих поліпшенням сальдо бюджету, наголошувалася ще у травні 2004 р. [13, с. 57—62], проте практичних зрушень не відбулося. У серпні 2004 р. вагомі застереження щодо перегріву економіки висловлював тодішній радник Президента проф. А. Гальчинський [2004, с. 7-8]. Подальший розвиток подій лише підтвердив побоювання, які в даній статті отримали належне емпіричне обґрунтування. Проблема не так в експортній моделі на основі додатного сальдо експорту-імпорту — сьогодні вона не має дієвих альтернатив, а в її макроекономічному супроводі. Якби рекомендації щодо політики стерилізації за допомогою обмеження обсягів кредитування та профіциту бюджету були вчасно реалізовані, то замість отриманого у 2005 р. „твердого приземлення” (раптовий і глибокий циклічний спад виробництва, зумовлений попереднім надмірним „перегрівом” економіки), яке для багатьох економістів і політиків набуло вигляду „кризових явищ” (зі зміщенням першопричини на півроку вперед, тому відповідальним за уповільнення динаміки економічного зростання замість уряду В. Януковича став уряд Ю. Тимошенко), відбулося б кероване зниження темпу зростання ВВП до 6—7 % річних — без прискорення інфляції та нестабільності в реальному секторі.

Досвід 2004—2005 рр. переконує, що феномен інфляційного економічного зростання не притаманний українській економіці. Апологетика помірної інфляції не сприяла економічному зростанню — і це очевидний факт. Інфляційний „перегрів” економіки потрібно було нейтралізувати ще в середині 2004 р, а тим паче небезпечно відкладати у часі подальше гальмування інфляції до 3—5 % річних. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2007 р. планується зниження інфляції до 7,5 % річних, що не є амбіційним завданням. Збільшення грошової маси планується в межах 25—35 %, що також вважається зависоким показником. Не відкидаючи вагомих адміністративних чинників (митно-тарифна політика, фіскальні інструменти, покращення інвестиційного клімату, антимонопольні заходи тощо), ініціативу в антиінфляційній політиці повинен виявляти НБУ, що відчутно зміцнить протидію популістським рішенням уряду і Верховної Ради. Помітна останнім часом надмірна обережність НБУ в проведенні рестрикційної політики може пояснюватися бажанням не допустити зменшення обсягів кредитування, котрі останнім часом не лише підтримували, але й формували тенденцію до стрімкого подорожчання житла, яке має всі ознаки „бульбашки” (інвестиційний характер, стрімкість підвищення цін, відсутність зв'язку з динамікою зростання ВВП) [15, с. 118—127], але це може мати наслідки, протилежні до очікуваних, адже чим довше ціни перебуватимуть на завищеному рівні, тим гірше. В Україні інфляція не

сприятиме економічному поживленню та конкурентоспроможності експорту, а спроби девальвації гривні – оперативно переконують у недоцільності подібних кроків.

Незалежний статус НБУ потрібно матеріалізувати у підвищенні якості монетарної політики. Необхідно змістити центр ваги від коштовних операції відкритого ринку в бік надійніших заходів: 1) підвищення облікової ставки і 2) збільшення резервних вимог для комерційних банків. Один з найбільших ризиків необхідного обмеження пропозиції грошової маси полягає у ймовірному **перебільшеному** підвищенні реальної процентної ставки, як це відбувалося у 2002 р., коли дефляція не супроводжувалася пропорційним зниженням номінальної процентної ставки. Цей ефект досить часто інтерпретують ознакою „нестачі” грошової маси, однак більш ймовірним видається інше пояснення – недовіра фінансового сектору до політики НБУ, а точніше: здатності витримати шалений тиск з боку фінансово-промислових та політичних груп, зацікавлених у збільшенні грошової маси та девальвації грошової одиниці. Побоювання виявилися небезпідставними.

Для зниження номінальної процентної ставки в унісон з гальмуванням інфляції важливо нейтралізувати очікування девальвації грошової одиниці та знизити премію від ризику. Для цього видається продуктивним поступове зміцнення гривні — на 7—8 %, як це пропонувалося в „Аналітичних оцінках—2005” НІСД. Таку політику обмінного курсу доречно реалізувати за допомогою неоголошуваних заздалегідь мікро-ревальвацій гривні з відмінною амплітудою. Це формуватиме звичку до коливань обмінного курсу. **Масована критика у бізнес-середовищі порівняно незначного зміцнення гривні на 5 %, яке відбулося за умов формального „плавання” української грошової одиниці (2005 р.),** не сприяла підвищенню довіри до НБУ і продемонструвала лобістські можливості різноманітних груп впливу.

Масовані атаки на уряд та НБУ не отримали належної оцінки з боку найвищих посадових осіб, **зокрема Адміністрації Президента** і РНБО, що лише посилює недовіру до закріпленої конституційно самостійності НБУ у визначенні орієнтирів монетарної й курсової політики. Видається необхідним посилити незалежний статусу НБУ. Потрібно збільшити до 10-15 років термін перебування на посаді голови НБУ та мінімізувати можливості його відкликання з цієї посади. Це буде надійною протидією для популізму політиків та корпоратизму великих фінансово-промислових груп, які, до речі, посилити власну присутність у Раді НБУ³. Враховуючи досить широкі повноваження Ради НБУ, а

³ У січні 2007 р. членами Ради НБУ стали народні депутати Василь Горбаль (власник Укргазбанку), Сергій Ключев (співвласник корпорації "Укрпідшипник"), Борис Колесніков (колишній голова Донецької обласної ради), Ігор Прасолов (колишній генеральний директор відомої донецької компанії СКМ) і Михайло Гончаров (екс-голова Східно-Європейського банку). Практично у Раді НБУ лише два „чистих” науковці — Анатолій Даниленко і Геннадій Шемшученко, оскільки Анатолій Федоренко посаду с.н.п.

саме: визначення обмінного курсу гривні до долара, прогнозного значення інфляції, прийняття річного бюджету НБУ й призначення заступників голови Нацбанку - можна очікувати на виразну "політизацію" і „комерціалізацію" питань монетарної політики.

Окрім низки несприятливих економічних і соціальних наслідків, надміру контрастний „демонтаж", або що гірше – некероване „пробиття" спекулятивної „бульбашки" на ринку нерухомості, може створити напруженість у банківській системі. Відповідно потрібні організаційні заходи щодо зміцнення банківської системи: 1) контроль за ліквідністю банків і виконання ними нормативів; 2) стимулювання припливу іноземного капіталу до банківської сфери; 3) забезпечення прозорості функціонування банківської системи; 4) продовження роботи з адаптації банківського законодавства України до міжнародних стандартів; 5) розвиток конкуренції на ринку банківських послуг. Безумовно, правильним є курс на збільшення частки респектабельних іноземних банків в українській банківській системі.

Зменшення привабливості ринку нерухомості для інвестицій не лише підвищить платоспроможний попит, але й вирішить проблему неефективного використання кредитних ресурсів. Фактично за останні три роки ринок житла провокував „витіснення" кредитних ресурсів з реального сектору. Зростання обсягів кредитування відбувалося переважно за рахунок позик на купівлю житла та легкових автомобілів, що навряд чи може стати чинником довгострокового економічного зростання. Стабілізація на ринку нерухомості дозволить ефективніше залучати фінансові ресурси для інвестування у розвиток підприємництва та виробництва.

Попри важливість перелічених вище чинників, головною передумовою керованого (і переконливого для широкого загалу) обмеження пропозиції грошової маси повинна стати відмова від дефіциту бюджету. Бездефіцитний бюджет дозволить обмежити державні запозичення на внутрішньому і зовнішньому ринках і сприятиме зниженню процентної ставки та поліпшенню сальдо експорту-імпорту. В Україні кожен відсоток дефіциту бюджету трансформується практично у пропорційне погіршення сальдо поточного рахунку. Таким чином цьогорічний дефіцит бюджету на рівні 2,5–3 % від ВВП трансформується у погіршення сальдо поточного рахунку на рівні 2–2,5 % від ВВП. А перевищення доходів бюджету над видатками полегшить політику стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу: через зниження коштів операцій відкритого

відділу досліджень розвитку та регулювання фінансових ринків Інституту економічного прогнозування поєднує з посадою віце-президента ВАТ "КІНТО". Ще один науковець – Петро Саблук є відомим представником аграрної науки. Обрання 15 лютого головою Ради НБУ відомого політика і підприємця Петра Порошенка довершує загальну картину. Такий склад Ради НБУ здивував би кожного із зарубіжних фахівців, оскільки там склад подібних структур формують головним чином з академічних працівників, які мають значний науковий доробок у царині монетарної політики, але такі вже вітчизняні реалії. Як жартують в одній з латиноамериканських країн, залізо може плавати, а корок – потоне.

ринку та обмеження припливу короткочасного капіталу. За потреби профіцит бюджету слугуватиме набагато надійнішим засобом вилучення „зайвої” грошової маси, ніж операції відкритого ринку чи підвищення облікової ставки. У разі значного припливу капіталу потрібні заходи для рішучого обмеження спекулятивних потоків капіталу за чилійським зразком, як безвідсоткове депонування частини портфельних інвестицій у центральному банку чи заборона на репатріацію прибутків упродовж визначеного проміжку часу.

Висновки для економічної політики. Монетизація української економіки досягла **показників** Польщі та Угорщини, що може означати брак можливостей порівняно „безпроблемного” збільшення пропозиції грошової маси, як це відбувалося в 2000—2006 рр. Додатково посиленню інфляційного впливу пропозиції грошової маси сприятиме ймовірне уповільнення цінової динаміки на ринку нерухомості, яка в минулому сприяла „зв’язуванню” значних обсягів грошової маси. В українській економіці не вироблено надійних механізмів стерилізації монетарних ефектів припливу капіталу. В разі значних надходжень капіталу доцільно проводити ревальвацію гривні, що запобігатиме збільшенню пропозиції грошової маси та прискоренню інфляції. Виразно простежується інфляційний вплив від збільшення грошової маси та девальвації грошової одиниці. Поліпшення сальдо поточного рахунку має немонетарні механізми прискорення інфляції, які ще потрібно надійно ідентифікувати. Ефективна стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу передбачає підвищення облікової ставки НБУ і резервних вимог. Важливо підтримати зусилля НБУ поліпшенням фіскальної дисципліни, що не лише слугуватиме чинником зменшення надлишкової пропозиції грошової маси, але й створить заспокійливе тло для ревальвації гривні.

Список використаних джерел

1. *Белінська Я.* Особливості монетарної політики та напрями трансформації монетарного режиму // Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2006 / За ред. О. Власюка (ред.). — К.: НІСД, 2006. — С. 244—254.
2. *Вахненко Т.* Державний борг України та його економічні наслідки. — К.: Альтерпрес, 2000. — 151 с.
3. *Гальчинський А.* Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник НБУ. — 2004. — № 8. — С. 6—8.
4. *Жаліло Я. Белінська Я.* Особливості соціально-економічного розвитку України в 2004 — першій половині 2005 р. // Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2005 / О. Власюк (ред.). — К.: Знання України, 2006. — С. 22—36.
5. *Заріцький О., Харазішвілі Ю.* Аналіз бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики, її вплив на економічне зростання у 2003 році // Банківська справа. — 2003. — № 1. — С. 15—21.
6. *Кораблін С.* Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 9—32.

7. *Махмудов О., Найдьонов В., Сменковський А.* Апологія монетаризму на тлі кризи // Банківська справа. — 1999. — № 1. — С. 44—51.
8. *Петрик О., Половненьов Ю.* Аналіз чинників інфляції та її прогнозування в Україні // Економіка і прогнозування. — 2003. — № 3. — С. 86—104.
9. *Скрипник А., Варваренко Г.* До питання взаємозв'язку динаміки рівня цін, валютного курсу та обсягу грошової маси // Вісник НБУ. — 2000. — № 11. — С. 7—10.
10. *Скрипник А., Варваренко Г.* Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні // Вісник НБУ. — 2007. — № 1. — С. 40—48.
11. *Шаповалов А.* Стратегічні напрями курсової політики України у рамках моделі сталого економічного розвитку // Вісник НБУ. — 2005. — № 11. — С. 3—6.
12. *Шевчук В.* Платіжний баланс і макроекономічна рівновага: досвід України. — Львів: „Каменярь”, 2001. — 495 с.
13. *Шевчук В.* Вплив монетизації валютних резервів НБУ на макроекономічні показники української економіки / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 57—62.
14. *Шевчук В.* Взаємодія зростання ВВП і рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового // Вісник НБУ. — 2006. — № 7. — С. 32—38.
15. *Шевчук В.* Передумови та загрози «перегріву» ринку нерухомості та механізми його врегулювання // Стратегічні пріоритети. — 2006. — № 1. — С. 118—127.
16. *Шевчук В.* Антиінфляційна політика і економічне зростання в Україні. — К.: НБУ, 2007 (в друці).
17. *Lissovolik B.* Determinants of Inflation in a Transition Economy: The case of Ukraine. IMF Working Paper No. 126. — Washington: IMF, 2003. — 35 p.
18. *Silverstovs B., and Bilan O.* Modelling Inflation Dynamics in Transition Economies: The Case of Ukraine. Discussion Paper №. 476. — Berlin: Institute for Economic Research, 2005. — 23 p.