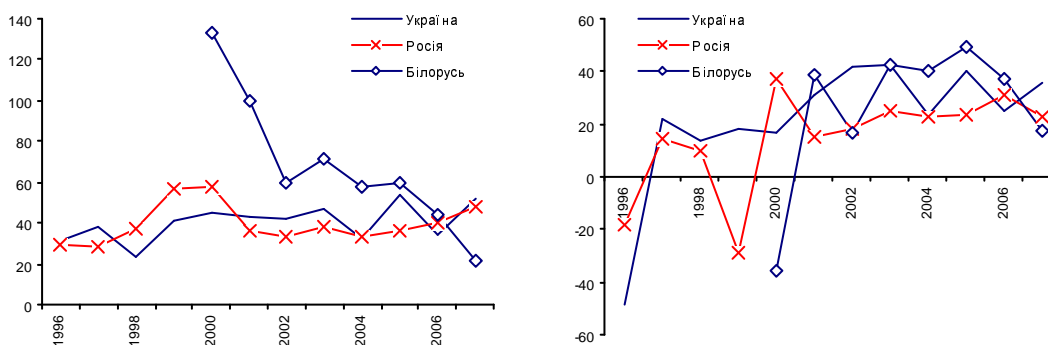


## ІНФЛЯЦІЙНІ РИЗИКИ ЕКСПАНСІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

проф. Шевчук В.

*Вступ.* Нібито недостатнє збільшення пропозиції грошової маси енергійно критикувалося зі середини 1990-х років як чинник гальмування динаміки економічного зростання та провокування хронічних неплатежів [7, с. 22–32; 8, с. 36–45; 12, с. 40–47]. Попри виразне збільшення грошової маси в номінальному і реальному вимірах (рис. 1), далі не бракує критичних зауважень щодо рестрикційної монетарної політики [2, с. 32–37; 3, с. 100–104; 4, с. 27–28; 6, с. 15–21; 9, с. 116–123; 10, с. 9–32]. Висловлюються припущення, що після придушення місячної інфляції в 1995 р. „до цілком безпечного рівня” слід було змістити акценти грошово-кредитної політики у бік стимулювання сукупного попиту [15, с. 23–24]. З іншого боку, динаміка грошової бази і грошового агрегата М2 в Україні значно випереджує показники інших пост-радянських країн (рис. 2). Наслідком надмірної пропозиції грошової маси у міру досягнення деякого рівноважного значення монетизації економіки природно вважати прискорення інфляції [21, с. 76–84], що підтверджується низкою емпіричних досліджень [16, с. 7–10, 17, с. 40–48; 20, с. 293–306; 21, с. 170–179], однак не бракує впертої підтримки припущення щодо немонетарного характеру інфляційних процесів [1; 5, с. 233; 11, с. 29–32; 18, с. 24; 19, с. 5–6; 23, с. 55]. Така гіпотеза виглядає інтуїтивно привабливою на тлі значного перевищення темпом зростання грошової маси показника інфляції і може бути наслідком відповідної інтерпретації декількох емпіричних досліджень, які справді не показують високої ваги грошової маси у динаміці цін [14, с. 102; 24; 25]. З іншого боку, грошова маса може впливати на інфляцію не лише безпосередньо, але й опосередковано — через інфляційну інерцію, обмінний курс, заробітну плату, процентну ставку або сальдо бюджету [24, р. 28–29].

У даному дослідженні нами оцінено безпосередній вплив на інфляцію грошового „нависання” — різниці між поточним та рівноважними значеннями пропозиції грошової маси. Спочатку охарактеризовано амплітуду грошового „нависання” в українській економіці. Згодом наведено емпіричні свідчення на користь значного інфляційного впливу „надлишкової” пропозиції грошової маси. Виклад матеріалу завершено обговоренням важливих ризиків від прискорення інфляції, як ерозія економічних „фундаментів” та послаблення банківського сектора.



а) номінальний;

б) реальний (з врахуванням інфляції);

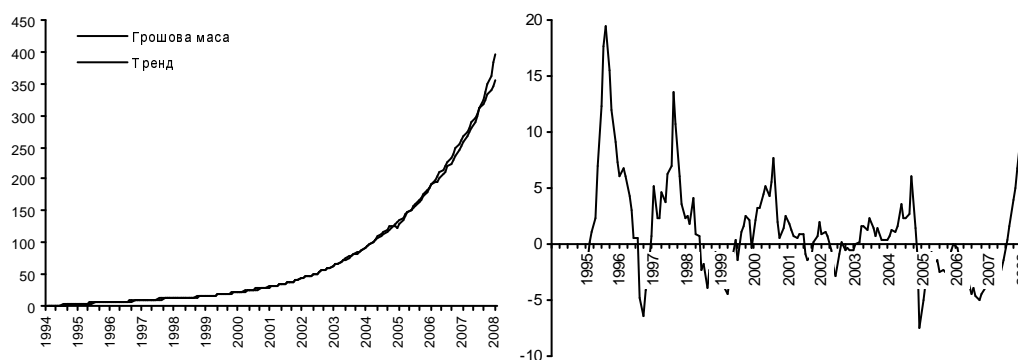
Рис. 1. Темп зростання монетарного агрегата М2 (%), 1996—2007 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

Грошове „нависання” в українській економіці. Якщо вимірювати грошове „нависання” відхиленням поточного значення від рівноважного тренду, значна надлишкова пропозиція грошової маси притаманна періодам 1995—96 рр., 1997 р., 2000—01 рр., 2004 р., а також минулого 2007 р. (рис. 2). Така ситуація не може не насторожувати, адже в минулому практично кожне грошове „нависання” коригувалося прискоренням інфляції та супутнім спадом виробництва. Виразно помітно як експансійна „корекція” економічної політики зразка 1995 р. позначилася потужним експансійним монетарним імпульсом, який довелося нейтралізувати обмеженням пропозиції грошової маси у наступному 1996 р. Проте відразу ж після успішної грошової реформи (вересень 1996 р.) грошова маса почала невинувато зростати, що зрештою завершилося черговою корекцією монетарної політики у 1998—99 рр. В 2000 р. грошова маса інтенсивно зростала, але це відбувалося за рахунок монетизації валютних резервів, що в економіці з невисоким на той час співвідношенням „грошова маса/ВВП” на рівні 18,5% від ВВП не містило істотних загроз. До початку 2004 р. пропозиція грошової маси практично не відхилялася від рівноважного значення, що засвідчило високу якість монетарної політики, проте реалії президентської кампанії зумовили чергове збільшення пропозиції грошової маси. Наслідком стало контрастне обмеження пропозиції грошової маси з початку 2005 р., яке отримало продовження у менш радикальному, але загалом рестрикційному проведенні монетарної політики в 2006 р. та до середини 2007 р.

Виразно експансійного забарвлення монетарна політика НБУ набула з липня минулого року. Якщо у червні 2007 р. поточні значення грошової маси практично не відрізнялися від тренду, то до кінця року перевищення поступово зросло до 10,4%, а за підсумком січня 2008 р. становило 12,1% (хоча у січні ц.р. грошовий агрегат М2 зменшився до 391,9 млрд. грн. проти 397,4 млрд. грн. у грудні 2007 р., з врахуванням сезонності відбулося збільшення цього показника із 383,6 до 397,9 млрд. грн.). Це означає, що в обігу з’явилося понад 40 млрд. грн. „зайвої” грошової маси. Фахівці НБУ пояснюють таке явище не м’якою монетарною політикою, а посиленням

соціалізації економічної політики [13]. При цьому стверджується, що вплив процесів розширення кредитування населення на інфляцію був обмежений, оскільки переважна частина отриманих коштів спрямовувалася на купівлю нерухомості та товарів, ціни на які мають незначний вплив на загальний індекс споживчих цін (імпортна побутова техніка, автомобілі тощо). При цьому прискорення інфляції пояснюється частково загальносвітовими тенденціями до зростання цін на енергоносії та продовольство, а головним чином — невідповідністю темпів зростання зарплати та продуктивності праці. Така версія має право на існування, однак не менш переконливо виглядає інша гіпотеза: саме істотне збільшення грошової емісії зі середини 2007 р. стало вагомим чинником прискорення інфляції.



а) поточне і трендове значення (млрд. грн.); б) відхилення від тренду (%);

Рис. 2. Грошове „нависання” в українській економіці, 1994—2008 рр.

Примітка: трендові значення отримано за допомогою фільтру Ходріка—Прескотта; грошовий агрегат М2 очищено від сезонності за допомогою методу Census X-11

Джерело: власні розрахунки

*Емпіричні результати.* Для вивчення впливу грошового „нависання” на інфляцію використовувалися очищені від сезонності місячні та квартальні дані за 1994—2007 рр. Всі показники використано у вигляді перших різниць власних логарифмів ( $x_t = \log X_t - \log X_{t-1}$ ). Показник грошового „нависання” враховує можливість прискореного (і неінфляційного) збільшення пропозиції грошової маси в міру ремонетизації економіки, коли на показник цін впливають лише відхилення від рівноважного тренду, який, зі свого боку, може відбивати підвищений попит на гроші.

Оцінки 2SLS виявилися такими:

а) місячні дані

$$\begin{aligned}
 \text{срі}_t = & 0,710\text{срі}_{t-1} + 0,746(m_t - \bar{m}_t) - & (1) \\
 & (16,207^*) & (7,246^*) \\
 & -0,246\text{інд}_t + 0,169\text{інд}_{t-5}, \\
 & (-2,280^*) & (1,668^{***}) \\
 R^2 = & 0,65 & DW = 2,21 & ADF = -14,339^*
 \end{aligned}$$

б) квартальні дані

$$cpi_t = 0,291cpi_{t-1} + 1,310(m_{t-1} - \bar{m}_{t-1}), \quad (2)$$

(14,083\*)

$$R^2 = 0,67 \quad DW = 2,15 \quad ADF = -8,014^*$$

де  $cpi_t$  — інфляція споживчих цін,  $m_t$  і  $\bar{m}_t$  — поточне і трендове значення грошового агрегата M2,  $ind_t$  — промислове виробництво.

Отримані залежності зайвого разу переконують, що надмірна пропозиція грошової маси має серйозний інфляційний вплив. Кожен відсоток грошового „нависання” підвищує інфляцію на 0,7% (місячні дані) та 1,3% (квартальні дані). Таким чином до популярних „немонетарних” причин рекордного прискорення інфляції-2007, як подорожчання енергоносіїв і продовольчих товарів, недостатня продуктивність праці, монополізм, блокування структурних та інституційних реформ, дострокові вибори тощо, слід додати головний чинник — шалене збільшення грошової маси (рис. 1). За підсумком 2007 р. вітчизняний грошовий агрегат M2 зріс на 52,2%, а грошова база — на 46%. Для порівняння: у Білорусі темпи зростання обох показників виявилися вдвічі нижчими.

З інших результатів варто зазначити інерційний характер інфляції споживчих цін, який помітніше виявляється для місячних даних. Поліпшення динаміки промислового виробництва має негайний антиінфляційний вплив, який корегується з лагом у 5 місяців, проте для квартальних даних залежності інфляції від  $ind_t$  не виявлено.

*Найважливіші ризики.* Найперше йдеться про ерозію одного з найважливіших економічних „фундаментів” — сальдо поточного рахунку (торговельного балансу). Це може відбуватися як безпосередньо — через погіршення цінних співвідношень у зовнішній торгівлі, так і опосередковано — через інфляційне зменшення заощаджень. Важливо врахувати, що тривале погіршення сальдо зовнішньої торгівлі може само по собі стати джерелом потужних очікувань девальвації гривні, а відповідно — прискорення інфляції. Висока інфляція може допомогти поліпшенню фіскальних показників, але протилежний ефект матиме зниження купівельної спроможності населення. Послабленню інфляційних ефектів від надмірного збільшення грошової маси справді могло сприяло стрімке подорожчання нерухомості, але на сьогодні його антиінфляційний ресурс слід вважати вичерпаним. На випадок нисхідної цінової корекції ринку нерухомості, як це, приміром, відбувається у США, було б не зайвим мати достатній „запас міцності” у банківській системі. Бурхливе збільшення обсягів кредитування, на жаль, діє у протилежному напрямі. Наслідком може стати істотне послаблення банківської системи, якій доведеться вирішувати проблему „безнадійних” боргів. Оскільки для програм кредитування залучено значні кошти на міжнародних ринках (лише упродовж січня-вересня 2007 р. комерційні банки позичили 11,7 млрд. дол.), у контексті обслуговування зовнішнього боргу

(на тлі прогресуючого дефіциту торговельного балансу) зростає загроза девальвації гривні, що, зі свого боку, лише погіршить фінансове становище валютних боржників.

Така ситуація не залишає вибору — на часі перехід до рестрикційної монетарної політики. Найперше потрібно нейтралізувати грошове „нависання” шляхом підвищення резервних вимог, а найголовніше — облікової ставки НБУ до додатного значення в реальному вимірі (з врахуванням інфляції). Останнє в часі підвищення цього показника до 10% річних виглядає недостатнім, адже інфляція перевищує 16%. Можна з впевненістю стверджувати, що якби замість створення рекордного грошового „нависання” в другій половині 2007 р. було продовжено монетарну політику попередніх двох років, то не було б і рекордного прискорення інфляції.

*Висновки.* Отримане дослідження засвідчує стійкий зв'язок між збільшенням надлишкової пропозиції грошової маси понад рівноважний довгостроковий тренд та прискоренням інфляції. Така функціональна залежність істотно послаблює популярне пояснення вітчизняної інфляції немонетарними чинниками. З метою гальмування інфляції потрібно рішуче відкинути ілюзії щодо „немонетарної” інфляції і негайно здійснити „непопулярне” обмеження грошової емісії. Навіть якщо підвищення цін спровоковано немонетарними чинниками, то його нейтралізація вимагає жорсткої монетарної реакції. Окрім гальмування інфляції, рестрикційна монетарна політика допоможе поліпшенню сальдо зовнішньої торгівлі, нейтралізації інфляційних очікувань, а також слугуватиме додатковим профілактичним заходом для можливого послаблення банківської системи.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Геєць В. “Соціальний популізм у результаті вилетється в зниження загального рівня цін” // Дзеркало тижня. — № 38. — 13 жовтня.
2. Дзюблюк О. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку // Вісник НБУ. — 2003. — № 1. — С. 32—37.
3. Жаліло Я. *Економічна стратегія держави: теорія, методологія, практика*. Серія „Економічні стратегії”. Випуск 8. — К.: НІСД. — 368 с.
4. Жаліло Я. Белінська Я. Особливості соціально-економічного розвитку України в 2004 — першій половині 2005 р. // *Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2005* / О. С. Власюк (ред.). — К.: Знання України, 2006. — С. 22—36.
5. Жаліло Я., Белінська Я. Тенденції економічної динаміки та першочергові завдання економічної стратегії держави // *Україна в 2007 році: щорічні оцінки суспільно-політичного та соціально-економічного розвитку* / Ю.Г. Рубан (ред.). — К.: НІСД, 2007. — С. 226—237.
6. 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.*
7. Ковальчук Т., Коваль М. Основні чинники інфляції в Україні // *Економіка України. — 1996. — № 4. — С. 22—32.*

8. Ковальчук Т., Іванов Є. Монетарний протекціонізм в Україні // Економіка України. — 1997. — № 8. — С. 36—45.
9. Кораблін С. Ценовая стабільність: некоторые теоретические предпосылки и практические приложения / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (м. Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 116—124.
10. Кораблін С. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 9—32.
11. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення // Вісник НБУ. — 2003. — № 1. — С. 29—32.
12. Махмудов О. Механізм переходу від спаду до піднесення // Економіка України. — 2000. — № 3. — С. 40—47.
13. Монетарний огляд за 2007 рік. — К.: НБУ, 2008. — 10 с.
14. Петрик О., Половнєв Ю. Аналіз чинників інфляції та її прогнозування в Україні // Економіка і прогнозування. — 2003. — № 1. — С. 86—104.
15. Сискос Є. Ринкові перетворення та особливості макроекономічної стабілізації в Україні та Польщі // Вісник НБУ. — 2005. — № 10. — С. 20—24.
16. Скрипник А., Варваренко Г. До питання взаємозв'язку динаміки рівня цін, валютного курсу та обсягу грошової маси // Вісник НБУ. — 2000. — № 11. — С. 7—10.
17. Скрипник А., Варваренко Г. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні // Вісник НБУ. — 2007. — № 1. — С. 40—48.
18. Шаповалов А. **Поточна ситуація, проблеми і завдання грошово-кредитної політики: погляд НБУ** / Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики”, (м. Київ, 7 грудня 2006 р.). — К.: НБУ; Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2007. — С. 23—28.
19. Шаповалов А. **Системні особливості розвитку інфляційних процесів** // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 3—7.
20. Шевчук В. *Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України*. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
21. Шевчук В. Антиінфляційна політика та економічне зростання в Україні / Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики: матеріали наук.-практ. конф. (м. Київ, 7 грудня 2006 р.) — К.: НБУ; Ін-т екон. та прогнозування, 2007. — С. 170—179.
22. Шевчук В., Атаманчук З. Ризики прискореної ремонетизації української економіки // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція. Збірник наукових праць / НАН України. Інститут регіональних досліджень; Редкол.: відп. ред. Є. І. Бойко. Вип. 1 (63). — Львів: ІРД, 2007. — С. 76—84.
23. Яременко С. Выбор приоритетов в монетарной политике на разных этапах экономического развития / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (м. Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 55—56.
24. Lissovlik, B. Determinants of Inflation in a Transition Economy: The Case of Ukraine. IMF Working Paper No. 126. — Washington: IMF, 2003. — 35 p.
25. Siliverstovs B., Bilan O. Modelling Inflation Dynamics in Transition Economies: The Case of Ukraine. Discussion Paper No. 476. — Berlin: Institute for Economic Research, 2005. — 23 p.