

РИЗИКИ ПРИСКОРЕНОЇ РЕМОНЕТИЗАЦІЇ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

Віктор Олексійович Шевчук

Університет „Politechnika Krakowska”, д. е. н., проф.
Зорина Асланівна Атаманчук

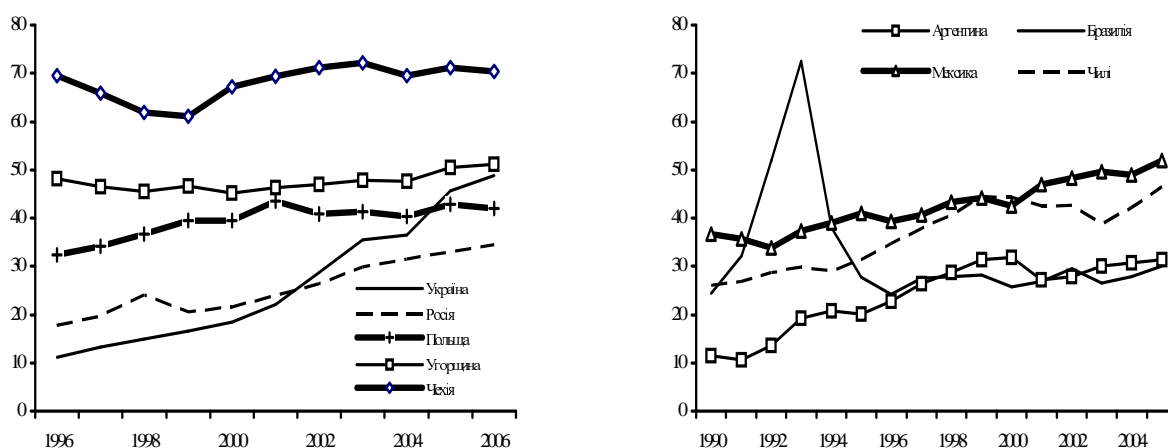
Львівська комерційна академія

Вступ. У другій половині 1990-х років низька монетизація української економіки („грошова маса/ВВП”) звично розглядалася аргументом проти нібито надмірно рестрикційної монетарної політики [1, с. 58–60; 8, с. 44–51; 10, с. 107–110; 14, с. 20–26], попри цілком протилежні оцінки авторитетних міжнародних організацій [6, с. 41] та вагомі застереження щодо використання показника монетизації як індикатора монетарної політики [2, с. 4–9]. Упродовж 2001–06 рр. монетизація української економіки стрімко зросла до рівня таких країн, як Польща чи Угорщина (рис. 1а), що стало наслідком прискореного зростання пропозиції грошової маси, проте пропаганда переваг експансійної монетарної політики не стихає [3, с. 27–28; 4, с. 15–21; 5, с. 9–32; 15, с. 159–169; 18, с. 55–56]. Якщо Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004–15 рр.) “Шляхом європейської інтеграції” передбачала зниження темпу зростання грошової маси до 15,6% у 2006–09 рр. та гальмування інфляції — до 5,5% у 2004–05 рр. і 5,2% в 2006–09 рр. [13, с. 211–225], то реально за підсумком 2006 р. цей показник виявився вдвічі вищим — 36%. Не дивно, що інфляція теж перевищила встановлений орієнтир понад вдвічі. Можна погодитися, що ремонетизація економіки не мала інфляційних наслідків у 2001–02 рр. внаслідок заниженого рівня монетизації [7, с. 30] або сприятливого поєднання незначних інфляційних очікувань, зміцнення грошової одиниці та підвищення попиту на гроші [11, с. 51–54], однак таких причин виразно бракувало в наступні роки. Відповідно можливе накопичення інфляційного потенціалу, який може бути реалізований пізніше — таку можливість напередодні фінансової кризи 1998 р. вірно передбачали фахівці НБУ [12, с. 29], не створює оптимістичних очікувань на найближчі роки. Іншими наслідками прискореної ремонетизації української економіки вважаються стрімке погіршення торговельного балансу і карколомне подорожчання вітчизняної нерухомості, яке не має належних фундаментальних підстав [17, с. 118–127]. Ці та інші ризики нами розглянуто в контексті досвіду декількох країн з низькою монетизацією. Аналітичні міркування підкріплено необхідними емпіричними оцінками, які дозволяють простежити залежність процесу ремонетизації української економіки від таких чинників, як інфляція, пропозиція грошової маси, обмінний курс чи сальдо бюджету.

Особливості ремонетизації інфляційних економік. На наш погляд, недоречно орієнтуватися на США чи Японію, як це часом роблять вітчизняні вчені [7, с. 29—32; 9, с. 19—25]. Ведучі промислові країни характеризуються розвиненим фінансовим ринком, відсутністю доларизації грошового обігу, стабільним попитом на гроші, низькою інфляцією тощо, а тому не можуть слугувати орієнтиром для рівноважного рівня монетизації. Адекватнішим орієнтиром слугують економіки країн Східної Європи, а ще краще — Латинської Америки (рис. 1б), які відрізняються високою доларизацією економіки, інфляційною інерцією та відчутною грошовою і ціновою нестабільністю. На час грошової реформи (вересень 1996 р.) монетизація української економіки перебувала на рівні гіперінфляційної Аргентини в 1990—91 рр. — 11% від ВВП. Монетизація російської економіки була ненабагато, але все-таки вищою — 18% від ВВП. Виразно помітно, що російську фінансову кризу (серпень 1998 р.) попередило доволі стрімке підвищення монетизації економіки, якому не надавали належної уваги з погляду надмірного полягання на „об’єктивність” демонетизації. Нехтування вагомими ризиками прискороеного збільшення пропозиції грошової маси та супутнього погіршення сальдо поточного рахунку зрештою призвело до логічного продовження — фінансової кризи, яка не стало хронічним явищем лише завдяки „вчасному” подорожчання нафти і природного газу на світових ринках. Урок було засвоєно. Попри сприятливу зовнішньоекономічну кон’юнктуру та переконливе додатне сальдо експорту-імпорту, яке дозволило дострокового сплатити значний зовнішній борг, останнім часом ремонетизація російської економіки відбувається доволі стримано. Інакше — в Україні, де в 2001—06 рр. ремонетизація економіки виявилася надзвичайно стрімкою. За підсумком 2006 р. вітчизняний показник „грошова маса/ВВП” перевершив значення для Польщі і впритул наблизився до показника Угорщини. Попри деякі відмінності у трендах, в обох східноєвропейських країнах показник монетизації виявляє виразну стабільність у часі. Екстремально високий (за мірками інших країн-сусідів) показник монетизації у Чехії лише підтверджує таке спостереження.

У країнах Латинської Америки простежується подібне збільшення монетизації для окремих країн на відмінних „паралельних” курсах, але в усіх випадках процес ремонетизації виглядає поступовим. Країна, яку вважають зразком економічної політики переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання — Чилі, має монетизацію практично на українському рівні, а Мексика — лише незначно вищу. В Аргентині та Бразилії показник монетизації стабілізувався на позначці нижче 30%, що не перешкоджає демонструвати достатньо високе зростання ВВП. Подібно до Росії, в Аргентині фінансовій кризі 2001—02 рр. передували декілька років прикороеної

ремонетизації. Очевидно, що ризики погіршення сальдо поточного рахунку і збільшення зовнішнього боргу, які в країнах на зразок Аргентини зазвичай передбачають девальвацію грошової одиниці та прискорення інфляції не враховувалися належним чином. У післякризовий період (2004–05 рр.) збільшення співвідношення „грошова маса/ВВП” виглядає набагато поступовішим, що виглядає „засвоєним уроком”.



а) країни Східної Європи, 1994—2006 рр.; б) країни Латинської Америки, 1990—2006 рр.;

Рис. 1. Монетизація трансформаційних економік

Примітка: використовувався грошовий агрегат М2

Джерело: розраховано за даними IMF International Financial Statistics

Помітно неозброєним оком, як у Бразилії рішуча „ремонетизація” економіки зразка 1992–93 рр. позначилася спалахом гіперінфляції, який надалі примусив обережніше ставитися до пропозицій оперативної подачі грошового „кисню” в економіку. Фактично пропозиція грошової маси вийшла з-під контролю, хоча в 1993 р. не бракувало місцевої бравади, що, мовляв, ВВП може зростати на 5% за рік навіть за умов інфляції з трьома нулями — треба лише вміло керувати економікою. Після запровадження стабілізаційного плану „Real” (липень 1994 р.) монетизація бразильської економіки два роки знижувалася, а з 1998 р. залишається практично незмінною, незалежно від макроекономічних умов. На показник монетизації не вплинула ані девальвація грошової одиниці в січні 1999 р., яку багато-хто вважав неунікним наслідком „жорсткої” монетарної політики і пригнічення виробничого сектора, ані загроза дефолту за аргентинським зразком (2002–03 рр.). Насправді причиною економічних труднощів став надмірний дефіцит бюджету, який супроводжувався збільшенням державного боргу та коштів його обслуговування.

Проведений стислий огляд увиразнює щонайменше три висновки. По-перше, темп ремонетизації української економіки виглядає „рекордним” навіть у

гроні успішних східноєвропейських економік, не кажучи про інфляційні та доларизовані економіки на зразок Аргентини чи Бразилії. По-друге, пікове зростання монетизації може створити поважні проблеми, які з'являться як завжди „несподівано”. Не виключено, що після фінансової кризи економіка переходить до нижчої траєкторії ремонетизації, як це помітно у Бразилії і Росії. По-третє, країни мають індивідуальні траєкторії досягнення рівноважного рівня монетизації. Орієнтуючись на Чехію, важко визначити практичні рекомендації щодо рівноважного рівня монетизації для, скажімо, Угорщини, Польщі чи України. Швидше за все, ремонетизація є доволі індивідуальним процесом, який залежить від структурних характеристик конкретної країни, але спільною рисою успішної ремонетизації слід вважати брак поспіху. Поза швидкістю процесу ремонетизації, яка не може бути надто стрімкою, спільними рисами можуть характеризуватися лише ті країни, які мають подібні траєкторії ремонетизації. Приміром, доволі природно виглядають тандеми Аргентина—Бразилія і Польща—Угорщина. Для України відповідним „партнером” виглядає не так Польща чи Угорщина, а Росія чи Аргентина з Бразилією. Зрозуміло, що такий висновок передбачає вагомí перестороги щодо надмірно високого темпу ремонетизації української економіки.

Макроекономічний вплив ремонетизації. З метою попереднього аналізу принципів функціональних залежностей нами оцінено у контексті системи одночасних рівнянь як незалежні чинники ремонетизації, так її очікувані наслідки. Для вибірки 2000—06 рр. використовувалися такі показники: mon_t — коефіцієнт монетизації (співвідношення „грошовий агрегат M2/ВВП”), y_t — ВВП (млрд. грн.), spi_t — рівень цін (індекс, 1994=100), m_t — пропозиція грошової маси (грошовий агрегат M2), rl_t — процентна ставка за кредитами комерційних банків (%), e_t — номінальний обмінний курс (грн./дол.), $budget_t$ — сальдо бюджету (% від ВВП), $trade_t$ — торговельний баланс (% від ВВП). Додатково використовувалася фіктивна змінна *crisis*, яка мала на меті врахувати наслідки „кризового” ІV кварталу 2004 р. Окрім *crisis*, всі решта змінних використано у вигляді перших різниць відповідних логарифмів. Дані щодо сальдо бюджету отримано на веб-сторінці НБУ, а решта показників — з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics*.

Оцінки методом 2SLS виявилися такими:

$$\begin{aligned}
 mon_t = & -0,291cpi_{t-1} & + 0,424m_{t-1} & - 0,005rl_{t-2} - \\
 & (-1,649^{***}) & (5,573^*) & (-2,294^{**}) \\
 & - 0,896e_{t-1} & + 0,025budget_t, & \\
 & (2,221^{**}) & (4,046^*) & \\
 & R^2 = 0,50 & DW = 2,16 & ADF = -3,954^*
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 trade_t = & -23,905mon_{t-1} & + 2,116y_t, & \\
 & (-1,847^{***}) & (1,754^{***}) & \\
 & R^2 = 0,10 & DW = 2,26 & ADF = -3,930^*
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 cpi_t = & 0,014 & + 0,284cpi_{t-1} & - 0,083mon_{t-1}. \\
 & (2,726^*) & (2,003^{**}) & (-1,161) \\
 & + 0,002trade_{t-1} & + 0,044crisis, & \\
 & (2,205^{**}) & (2,900^*) & \\
 & R^2 = 0,29 & DW = 1,87 & ADF = -5,493^*
 \end{aligned} \tag{3}$$

Рівняння (1) характеризує чинники ремонетизації української економіки. Немає заперечень, що збільшення пропозиції грошової маси підвищує коефіцієнт монетизації, але ефект знижується прискоренням інфляції. Підвищення процентної ставки теж виглядає чинником, що перешкоджає ремонетизації. Цілковитим передбачувано підвищення монетизації слід очікувати від ревальвації гривні та поліпшення сальдо бюджету. Загалом це підтверджує стандартні пояснення процесу демонетизації, які зустрічаються у вітчизняній літературі.

Прискорена ремонетизація виглядає чинником погіршення торговельного балансу (рівняння (2)), але не помітно впливу ремонетизації на динаміку цін (рівняння (3)), що дещо несподівано. Одним з пояснень може слугувати структура вітчизняного загального індексу цін, де понад 60% припадає на продовольчі товари, а натомість практично не враховуються ціни на нерухомість. За умови, що значна кількість грошових ресурсів використовувалася на кредитування ринку житла, з'являються підстави для „неінфляційного” збільшення пропозиції грошової маси. В міру близької втрати ринком нерухомості властивостей абсорбера „зайвої” грошової маси, як це спостерігалось у 2002–05 рр., слід очікувати посилення інфляційних наслідків від збільшення пропозиції грошової маси. Занадто стрімкий демонтаж „бульбашки” на ринку нерухомості може позначитися

напруженням у банківській системі, що само по собі може стати чинником підвищеного ризику.

Пожвавлення виробництва поліпшує торговельний баланс, що зайвого разу підтверджує присутність сприятливого „ефекту 45⁰” в українській економіці. Відчутна залежність сальдо експорту-імпорту від показника монетизації означає, що стрімка ремонетизація української економіки в 2005—06 рр. могла бути вагомим чинником погіршення торговельного балансу. З-поміж інфляційних чинників вартує уваги пряма залежність від поліпшення сальдо торговельного балансу. Це означає, що сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура 2003—04 рр. об'єктивно створювала інфляційний тиск, тоді як в 2002 р. зменшення попиту на український експорт посилювало дефляційні тенденції. Виразно помітно, що кризовий IV квартал 2004 р. позначився прискоренням інфляції; водночас не виявлено впливу на показники монетизації і торговельного балансу.



а) монетизація економіки; б) торговельний баланс; в) рівень цін;

Рис. 2. Діючі та прогнозні показники залежних змінних, 2001—06 рр.

Примітка: пунктиром показано прогнозні значення

Джерело: власні розрахунки

Порівнюючи діючі та прогнозні значення залежних змінних (рис. 2), виразно помітно, що в 2001—03 рр. монетизація була вищою, ніж це передбачали макроекономічні показники. Такий результат переконує, що немає підстав розглядати дефляцію зразка 2002 р. наслідком „грошового голоду”, який нібито влаштував НБУ. Все якраз навпаки — акумульоване в 2001—03 рр. грошове „нависання” може розглядатися одним із компонент „перегріву” економіки, який виявив себе в 2004 р. Досить загрозово виглядає надлишкова пропозиція грошової маси в 2005 р., яка не могла не позначитися підвищеним попитом на імпорту, а відповідно — погіршенням сальдо торговельного балансу. В такому контексті фіскальна дисципліна і обмеження пропозиції грошової маси необхідні для запобігання погіршенню сальдо поточного рахунку, яке само по собі може

генерувати деструктивні очікування цінової і грошової нестабільності. Надмірне збільшення внутрішньої абсорбції може видаватися засобом розширення внутрішнього ринку, яке підтримано „інвестиційним” дефіцитом поточного рахунку, однак численні приклади подібного розвитку подій у країнах Латинської Америки переконують, що логічним завершенням стає криза платіжного балансу. Наступна стабілізаційна програма зазвичай супроводжувалася втратами доходу і небажаним загостренням політичної ситуації.

Висновки. Підвищення монетизації української економіки упродовж 2000—06 рр. з 18,5 до 48,8% від ВВП виглядає занадто стрімким і таким, що містить ризик погіршення сальдо торговельного балансу. Хоча не виявлено безпосереднього впливу монетизації на динаміку цін, це може бути наслідком зв'язування „зайвої” грошової маси на ринку нерухомості; відповідно нисхідна корекція цін може вивільнити потенціал „відкладеної” інфляції і створити проблеми у банківському секторі. На прикладі країн помітно, що навіть незначне пікове зростання монетизації може створити поважні макроекономічні проблеми, які з'являються зазвичай „несподівано”. Не виключено, що після фінансової кризи економіка переходить до нижчої траєкторії ремонетизації, як це помітно у Бразилії і Росії. Для України відповідною країною—орієнтиром виглядає не так Польща чи Угорщина, а Росія чи Аргентина. Цілком передбачувано чинниками підвищення монетизації української економіки стають збільшення пропозиції грошової маси і зниження процентної ставки, але в контексті гальмування інфляції, зміцнення грошової одиниці та поліпшення сальдо бюджету.

Література

1. Бутук В. Безгрошовий монетаризм // Банківська справа. — 2000. — № 1. — С. 58—60.
2. Дзюблюк О. Вплив рівня монетизації економіки України на кредитну діяльність комерційних банків в умовах перехідного періоду // Вісник НБУ. — 2000. — № 5. — С. 4—9.
3. 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.
4. Заріцький О., Харазішвілі Ю. Аналіз бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики, її вплив на економічне зростання у 2003 році // Банківська справа. — 2003. — № 3. — С. 15—21.
5. Кораблін С. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 9—32.

6. Лук'яненко Д., Жеваго К. Інвестиційний клімат в Україні: методологія та практичні параметри оцінки / *Проблеми розвитку внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект*. Сборник научных трудов. — Донецьк: ДонНУ, 2001. — С. 39—42.

7. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення // *Вісник НБУ*. — 2003. — № 1. — С. 29—32.

8. Махмудов О., Найдьонов В., Сменковський А. Апологія монетаризму на тлі кризи // *Банківська справа*. — 1999. — № 1. — С. 44—51.

9. Науменкова С. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики Європи // *Вісник НБУ*. — 2006. — № 1. — С. 19—25.

10. Островська Н. Грошово-кредитна політика в Україні у контексті світового досвіду // *Фінанси України*. — 2000. — № 5. — С. 107—108.

11. Петрик О. Розвиток цінової ситуації в Україні // *Вісник НБУ*. — 2002. — № 9. — С. 52—54.

12. Петрик О., Оксимець В. Монетизація як індикатор здоров'я економіки // *Вісник НБУ*. — 1997. — № 8. — С. 28—29.

13. *Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004—2015 рр.) „Шляхом європейської інтеграції”* (2005) / Авт. кол.: А. Гальчинський, В. Геєць та ін.; Нац. Ін-т стратег. дослідж., Ін-т екон. прогнозування НАН України, М-во економіки та з питань європ. інтегр. України. — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. — 416 с.

14. Тимофєєв В., Тодоров П. Криза виробництва: основні причини // *Економіка України*. — 1998. — № 2. — С. 20—26.

15. Швайка М. Невідкладні заходи перебудови і реформування банківської системи України / *Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання”* (м. Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 159—169.

16. Шевчук В. Взаємодія зростання ВВП і рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового // *Вісник НБУ*. — 2006. — № 7. — С. 32—38.

17. Шевчук В. Передумови та загрози “перегріву” ринку нерухомості та механізми його врегулювання // *Стратегічні пріоритети*. — 2006. — № 1. — С. 118—127.

18. 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.

Анотація. Розглянуто засадничі чинники ремонетизації української економіки та пов'язані з цим ризики, як погіршення сальдо торговельного балансу. Впливу ремонетизації на інфляцію не виявлено, проте це може бути наслідком акумуляції „відкладеної” інфляції, приміром на ринку нерухомості. Зроблено доречні порівняння з країнами Східної Європи та Латинської Америки.

Ключові слова: монетизація економіки, обмінний курс,
сальдо бюджету, торговельний баланс, інфляція

Annotation. Fundamental factors behind remonetisation of the Ukraine's economy are analyzed, with a stress laid upon such risks as worsening of the trade balance. Although any inflationary effects of remonetisation are not detected, it could be explained by the accumulation of a lagged inflationary pressure, for example on the real estate market. Useful comparisons with the Eastern European and Latin American countries are made.

Keywords: monetization of the economy, exchange rate,
budget balance, trade balance, inflation