

Шевчук В. О.
доцент кафедри міжнародних економічних відносин
Львівська комерційна академія

ВПЛИВ МОНЕТИЗАЦІЇ ВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ НБУ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПОКАЗНИКИ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

Актуальність проблеми. Упродовж 2000—03 рр. монетизація валютних резервів Національного банку України (НБУ) була інструментальним чинником неінфляційної монетизації економіки: співвідношення “грошовий агрегат M2/ВВП” зросло із 18,6 до 35,8% від ВВП. За останні чотири роки середній темп зростання грошової маси становив 44,2%, що вище показників Росії і Румунії — 42,0 і 41,6% відповідно, а тим паче Польщі — 7,4%; Словаччини — 10,2; Чехії — 10,4 чи Угорщини — 13,8%. Надалі збереженню високого неінфляційного темпу зростання грошової маси перешкоджатимуть принаймні два чинники: 1) поступове досягнення деякого рівноважного значення монетизації та 2) доцільність подальшого збільшення валютних резервів. З іншого боку, тривале підтримання додатного сальдо поточного рахунку як чинника економічного зростання (стимулюючий ефект посилюється сприятливою залежністю сальдо зовнішньої торгівлі від промислового виробництва) так чи інакше передбачає довгострокову нейтралізацію монетарних ефектів платіжного балансу. Монетарну ситуацію може ускладнити очікуваний приплив портфельних інвестицій.

Нейтралізація монетарних ефектів платіжного балансу створює потребу в інструментах *стерилізації* (операції відкритого ринку, підвищення резервних вимог, депонування урядових депозитів у центральному банку), *обмеження сукупного попиту* (скорочення дефіциту бюджету) або *структурних перетворень* (валютний контроль, лібералізація відпливу капіталу і зовнішньої торгівлі, скорочення державних запозичень, зміцнення грошової одиниці). У 1990-х роках різноманітні реакції на приплив капіталу демонстрували Чилі, Мексика, Індія, Південна Корея [5]. Трансформаційні економіки не відрізняються широким арсеналом засобів нейтралізації припливу капіталу, але практичні дослідження показують досить високі коефіцієнти стерилізації. Приміром, у Польщі в 1990—96 рр. цей показник становив 0,63 [1, р. 9]. Доцільність максимальної стерилізації монетарних ефектів платіжного балан-

су посилюється у випадку використання обмінного курсу як оптимального орієнтира економічної політики [2, р. 19]. Це актуально для України, де офіційно декларований плаваючий обмінний курс гривні поєднується з підтриманням фіксованого обмінного курсу *de facto*.

У статті головний наголос зроблено на макроекономічних наслідках стерилізації як інструментального чинника збільшення валютних резервів зокрема і проведення монетарної політики загалом. Хоча за умови пропорційного підвищення попиту на гроші потреби у стерилізації додатного сальдо поточного рахунку немає (певну мотивацію створює хіба що згладжування нестабільності процентної ставки або обмінного курсу), серйозніші підстави зазвичай створює ризиковне збільшення обсягів банківського кредитування [6, р. 5]. Протягом 2002—04 рр. грошовий мультиплікатор зріс на 34%, що можна порівняти з передкризовими показниками для Росії — 21% (1997—98 рр.) чи Аргентини — 38% (1997—2000 рр.). У 2003 р. кредити українських банків зросли майже на 40%, що значно вище показників Росії — 26,6%; Чехії — 20,3; Угорщини — 19,4; Польщі — 6,9 чи Словаччини, де обсяги кредитування зменшилися на 5,6%. Лише Румунія має вищий показник — 50,4%. Вона ж була минулорічним рекордсменом з інфляції — 15,4% річних; на другому місці Росія — 13,6%, а на третьому Україна — 8,2%. Повна монетизація валютних резервів НБУ може стати чинником прискорення інфляції чи навіть дестабілізації економічного зростання.

Методологія. Для емпіричної оцінки ступеня стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу використовувалася така статистична модель:

$$\frac{\Delta MD_t}{H_t} = \beta_0 - \beta_1 \frac{\Delta(EF)_t}{H_t} + bX_t, \quad (1)$$

де MD_t — внутрішня компонента пропозиції грошової маси;

H_t — грошова база;

EF_t — валютні резерви (у національній грошовій одиниці);

X_t — вектор незалежних змінних.

Повна стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу ($\beta_1=1$) передбачає пропорційне обмеження внутрішньої компоненти грошової маси, так що сумарно монетизація валютних резервів стає нейтральною щодо пропозиції грошової маси. Якщо стерилізації монетарних ефектів платіжного балан-

су немає ($\beta=0$), пропозиція грошової маси повторює зміни валютних резервів. Фактично у рівнянні (1) йдеться про вплив акумуляції валютних резервів на грошовий мультиплікатор.

Оцінки коефіцієнта стерилізації проведено для місячних даних січня 1994 р. — березня 2004 р. за допомогою методу з гнучкими коефіцієнтами — фільтру Кальмана, що дозволяє врахувати часову траєкторію досліджуваної залежності. Необхідні дані отримано з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics*. Показники валютних резервів та внутрішньої компоненти грошової маси, а також декількох інших змінних (промислового виробництва, процентної ставки, інфляції споживчих цін), використано у вигляді перших різниць логарифмів відповідних змінних: $x_t = d(\ln X_t) = \ln X_t - \ln X_{t-1}$, де d — оператор перших різниць. Внутрішню компоненту грошової маси визначено різницею між грошовим агрегатом М2 і валютними резервами. Гнучкі коефіцієнти моделювалися як рекурсивні або випадкове блукання (*англ.* random walk).

Отримані гнучкі коефіцієнти (показник $ster_t$) використовувалися для оцінки впливу стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу на засадничі макроекономічні показники: процентну ставку, динаміку промислового виробництва, інфляцію. У поєднанні з оцінками безпосереднього впливу акумуляції валютних резервів це дозволяє всебічно проаналізувати макроекономічні наслідки монетизації валютних резервів НБУ.

Інтерпретація отриманих результатів. Емпіричні оцінки коефіцієнта стерилізації отримано для декількох специфікацій: I і III — з включенням та II — без врахування промислового виробництва. У моделях I і II коефіцієнт $ster_t$ моделювався як рекурсивний, а у моделі III — як випадкове блукання. Усі три моделі становили систему одночасних рівнянь з двома залежними змінними: внутрішньою компонентою грошової маси і процентною ставкою. Критерій максимальної правдоподібності log likelihood виявився найвищим у моделі III з випадковим блуканням. Це означає, що практика стерилізації не має систематичного характеру, а відповідні рішення приймаються на підставі поточної ситуації на грошовому ринку. Опосередковано на користь такого висновку свідчить те, що оцінки за допомогою альтернативного методу з фіксованими коефіцієнтами 2SLS не виявляють жодної стерилізації.

Незалежно від вибору статистичної моделі, помітно підвищення коефіцієнта стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу з початку 1999 р.

(рис. 1), коли вперше з'явилися ознаки надійного поліпшення сальдо поточного рахунку. З осені 2001 р. коефіцієнт стерилізації почав знижуватися, однак через рік поновилася попередня тенденція до підвищення коефіцієнта стерилізації. У січні-березні 2004 р. середнє значення цього показника становило відповідно 0,73 (модель I) і 0,84 (модель III).

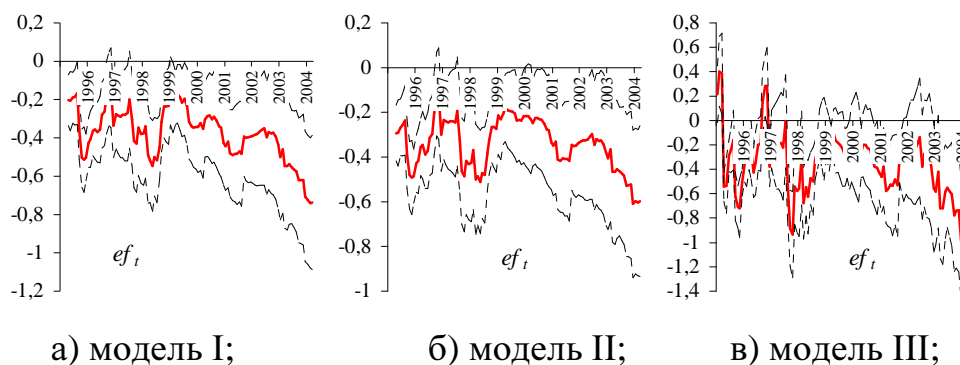


Рис. 1. Емпіричні оцінки коефіцієнта стерилізації

Примітка: тут і далі гнучкі коефіцієнти подано в інтервалі ± 1 стандартне відхилення

Досягнутий на початку 2004 р. ступінь стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу відповідає достатньо високому російському показнику і набагато перевищує відповідні значення для Польщі та Чехії (рис. 2). На відміну від НБУ, російський Центробанк стерилізує чистий приплив капіталу дуже систематично. Примітно, що до кінця 1997 р. коефіцієнт стерилізації за сумою двох лагів перевищував 1, але з початку 1998 р. стрімко знизився.

Цілком очікувано стерилізації немає у Словенії, яка від початку перехідного процесу практикує плаваючий обмінний курс. На приплив капіталу центральний банк реагує збільшенням внутрішньої компоненти грошової маси, що має запобігти надмірному зміцненню грошової одиниці. Часткове зменшення компоненти md_t з лагом у місяць можна пояснити намаганням запобігти появі інфляційних очікувань, які зазвичай асоціюються із “слабкою” грошовою одиницею. Схоже, що такі побоювання не відіграють помітного значення у Словаччині, де збільшення валютних резервів супроводжується виразним збільшенням внутрішньої компоненти грошової маси¹. Зроблені порівняння не лише позиціонують монетарну політику НБУ як підтримання

¹ Не дивно, що Словаччина відрізняється підвищеною інфляцією: 2000 р. — 12,2%; 2001 — 7,1; 2002 — 3,8; 2003 — 8,5%.

de facto факсованого обмінного курсу, але й зайвого разу відтінюють характер монетарної політики залежно від системи обмінного курсу.

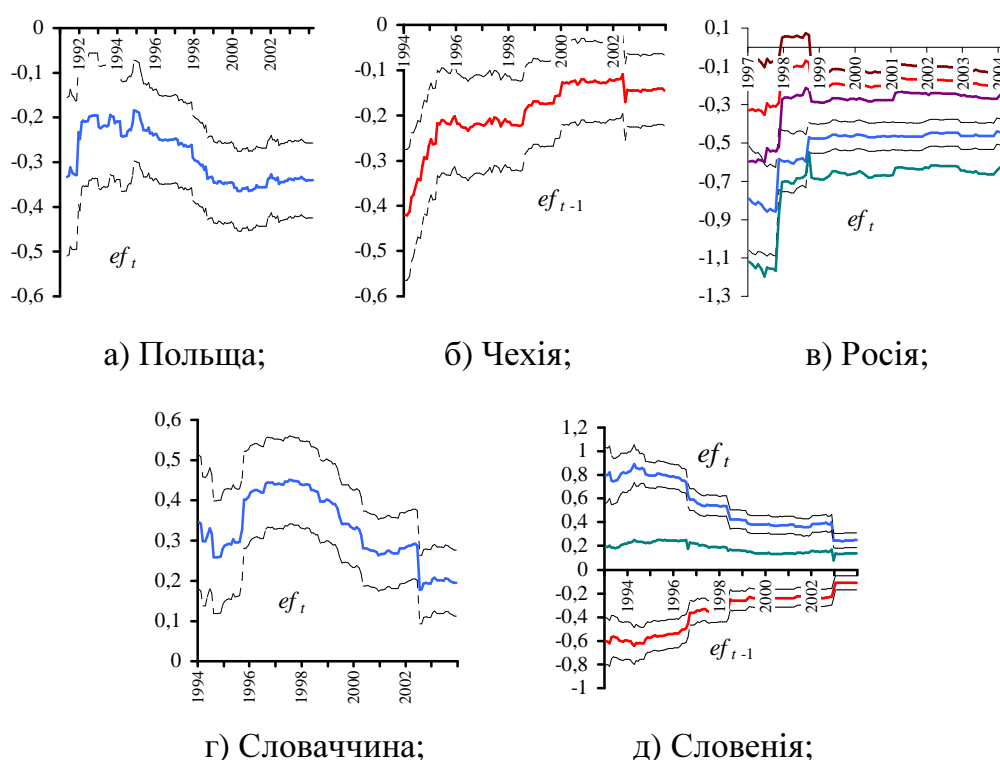
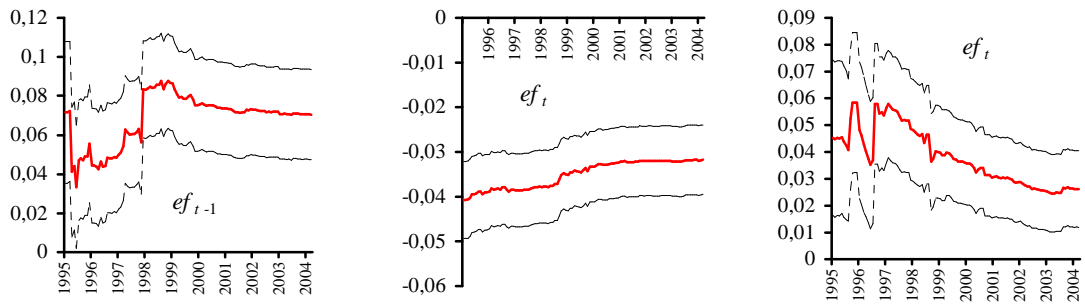


Рис. 2. Вибрані трансформаційні економіки: коефіцієнт стерилізації

Акумуляція валютних резервів не виглядає безпроблемною — це підвищує процентну ставку, погіршує динаміку промислового виробництва і прискорює інфляцію (рис. 3). Збільшення валютного покриття грошової бази на 10% підвищує процентну ставку за кредитами на 0,8%. Подібно впливає внутрішня компонента пропозиції грошової маси, але з удвічі більшою амплітудою. Зі свого боку, підвищення процентної ставки погіршує динаміку промислового виробництва, але без очікуваного антиінфляційного впливу. Інфляційна “віддача” акумуляції валютних резервів виявилася вдвічі нижчою, ніж від збільшення внутрішньої компоненти грошової маси.

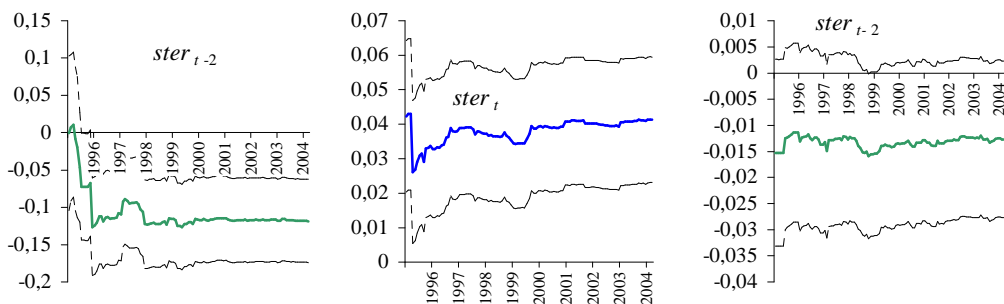
Збільшення промислового виробництва на 10% позначається зниженням інфляції споживчих цін на 2%. Відповідно немає підстав пов’язувати нинішнє прискорення інфляції з “перегрівом” економіки. Якраз навпаки — високий темп економічного зростання нівелює наслідки інфляційного збільшення сукупного попиту, яке недвозначно асоціюється з надмірно високим темпом збільшення пропозиції грошової маси.



а) на процентну ставку; б) на промислове виробництво; в) на інфляцію

Рис. 3. Макроекономічний вплив монетизації валютних резервів

Отримані результати загалом кореспондують з впливом передбачуваного збільшення пропозиції грошової маси [8, с. 284]. Водночас заперечується дещо парадоксальний висновок, що експансійна монетарна політика в Україні не має звичного інфляційного впливу². Відсутні підстави для сподівань на вирішення проблеми високої процентної ставки засобами виключно монетарної політики. Такий висновок має інтуїтивну привабливість, адже карколомне збільшення пропозиції грошової маси так і не призвело до скільки-небудь відчутного зниження процентної ставки. Теоретичним поясненням може слугувати формування очікувань обмінного курсу пропозицією грошової маси [8, с. 237—242, 246—251]. За таких умов збільшення грошової маси розглядається чинником знецінення грошової одиниці, що створює вагомий розходження між системами обмінного курсу *de facto* і *de jure*.



а) на процентну ставку; б) на промислове виробництво; в) на інфляцію;

Рис. 4. Макроекономічний вплив стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу

² Брак безпосереднього зв'язку між збільшенням грошової маси та інфляцією споживчих цін може пояснюватися дією переважно опосередкованих механізмів — через обмінний курс і заробітну плату [4].

Використовуючи отримані за допомогою фільтру Кальмана значення $ster_t$ як незалежну змінну (модель I), оцінено макроекономічні наслідки стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу (рис. 4). Підвищення ступеня стерилізації недвозначно знижує процентну ставку, стимулює економічне зростання і принаймні не веде до прискорення інфляції. Усі залежності достатньо стабільні в часі.

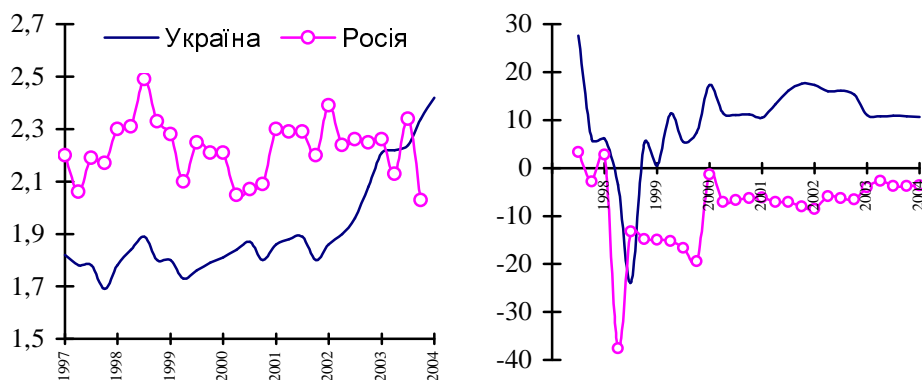
Якщо акумуляція валютних резервів позначається підвищенням процентної ставки, то посилення стерилізації — зниженням цього показника. Отриманий результат суперечить стандартним залежностям і може пояснюватися зниженням премії від ризику для випадку стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу. Це лише посилює припущення, що монетизація валютних резервів розглядається наближеною характеристикою експансійної орієнтації монетарної політики НБУ. Відповідна премія від ризику перешкоджає реалізації очікуваного зв'язку між збільшенням грошової маси і зниженням процентної ставки.

Вибір інструментів стерилізації. Емпіричні результати показують, що операції відкритого ринку, якими НБУ намагається стерилізувати збільшення валютних резервів, достатньо ефективні. Проте цей інструмент має щонайбільше короточасний вплив і не усуває першопричин збільшення грошової маси. Хоча в Україні немає підстав для одного з найбільших недоліків операцій відкритого ринку — супутнього підвищення процентної ставки, але серйозні побоювання викликають квазі-фіскальні кошти реалізації високодоходних цінних паперів, якими є депозитні сертифікати НБУ. З практики інших країн такі кошти виявилися значними у Чилі та Колумбії [3, р. 4]. В екстремальному випадку значні обсяги операцій відкритого ринку можуть призвести навіть до рекапіталізації центрального банку.

На довгострокову перспективу надійніше виглядає підвищення резервних вимог³. Порівнюючи з Росією, грошовий мультиплікатор зростає надто швидко (рис. 5а). Вітчизняний показник досягає російських значень напередодні фінансової кризи 1998 р. Іншу тривожну аналогію створює порівняння значень облікової ставки (рис. 5б). Якщо облікова ставка Центробанку Росії

³ Приміром, в Індії з її достатньо розвиненим (за мірками країн, що розвиваються) фінансовим ринком по сьогодні монетарні ефекти платіжного балансу нейтралізуються передусім за допомогою підвищення резервних вимог, хоча із середини 1990-х років зростає вага операцій відкритого ринку та зміни ставки рефінансування [2, р. 11—14].

вперто перевищує значення середньозваженої ставки за кредитами (з тенденцією до зниження відповідної від'ємної маржі), то в Україні спостерігається рекордне відставання облікової ставки НБУ від вартості кредитів.



а) грошовий мультиплікатор
“М2/грошова база”;

б) різниця між ставкою за
кредитами і обліковою ставкою;

Рис. 5. Порівняльна характеристика вибраних монетарних показників України і Росії, 1997—2004 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

Назріле підвищення облікової ставки НБУ потрібне не лише для безпосереднього обмеження грошової маси, а що важливіше — для зміни механізму формування очікувань і зниження процентної ставки. Розрахунки показують, що підвищення облікової ставки на 2% призведе до зростання ставки за кредитами всього на 1%. З іншого боку, демонстрація готовності до підвищення облікової ставки може мати відповідний “сигнальний” вплив як свідчення антиінфляційних пріоритетів і незалежності монетарної політики НБУ від політичної кон’юнктури, знизити премію від ризику на довгострокову перспективу і таким чином відчутно здешевити банківські кредити.

Проте найкращим способом стерилізації слугує депонування урядових коштів на рахунках НБУ в поєднанні з керованою ревальвацією гривні. Обидва інструменти не передбачають фіскальних коштів і відповідають декільком засадничим особливостям української економіки: 1) експансійний характер профіциту бюджету і ревальвації гривні, 2) практично пряма пропорційність між сальдо бюджету і поточного рахунку, 3) незалежність зовнішньої торгівлі від цінового чинника. У ширшому контексті підтримання тривалого профіциту бюджету і максимальне обмеження державних зовнішніх запозичень — це

засіб надійної нейтралізації монетарних ефектів платіжного балансу, що не суперечить підтриманню високого темпу зростання ВВП. Не можна не погодитися, що у фазі помітного економічного зростання державний борг доцільніше погашати за допомогою профіциту бюджету [7, с. 11]. Зовнішні державні запозичення 2003—04 рр. не мали конструктивного характеру і лише ускладнили поточну монетарну політику.

Поступове зміцнення грошової одиниці не лише обмежить монетарні ефекти від монетизації валютних резервів, але й знизить процентну ставку і посилить інноваційну компоненту в економічному зростанні через здешевлення технологічного імпорту. На підставі “міцної” грошової одиниці легше здійснити перехід від сировинно-орієнтованої до технологічної моделі економічного розвитку. Певні побоювання щодо можливого погіршення платіжного балансу внаслідок зміцнення грошової одиниці заперечуються браком будь-яких вартих уваги результатів щодо присутності такого зв'язку, істотним заниженням обмінного курсу гривні щодо паритету купівельної спроможності (щонайменше у 3 рази) та невисокою заробітною платою, що виключає погіршення конкурентоспроможності української економіки.

Висновки. Стерилізація монетарних ефектів додатного сальдо поточного рахунку є необхідним елементом підтримання високого темпу економічного зростання, гальмування інфляції та зниження процентної ставки. Інакше акумуляція валютних резервів до безпечного рівня позначиться несприятливою динамікою цін, процентної ставки і промислового виробництва. Короткочасну стерилізацію за допомогою операцій відкритого ринку доцільно доповнити більш надійними заходами довгострокової дії: підвищенням облікової ставки і резервних вимог (стрімке підвищення грошового мультиплікатора виглядає достатньо ризиковим і вимагає належного реагування). Підтримання профіциту бюджету полегшить умови стерилізації декількома шляхами: а) можливість депонування урядових депозитів у НБУ, б) зниження процентної ставки, в) зменшення потреби у державних запозиченнях. Ще одним засобом нейтралізації монетарних ефектів платіжного балансу доцільно використати кероване зміцнення гривні.

Література

1. Bauc J. Effectiveness of Capital Inflow Sterilization in Poland. — Warsaw: CASE, 1998. — 23 p.
2. Kohli R. Capital Flows and Their Macroeconomic Effects in India. *Working Paper* No. 192. — Washington: IMF, 2001. — 35 p.
3. Lee J-Y. Sterilizing Capital Flows. *Economic Issues* No. 7. — Washington: IMF, 1997. — 16 p.
4. Lissovolic B. Determinants of Inflation in a Transition Economy: The Case of Ukraine. *Working Paper* No. 126. — Washington: IMF, 2003. — 35 p.
5. Lopez-Mejia A. Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. *Working Paper* No. 17. — Washington: IMF, 1999. — 54 p.
6. Ul Haque N., Mathieson D., Sharma S. Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them // *Finance and Development*. — 1997. — No. 3. — P. 3—6.
7. Литвицький В. Рифи економічної динаміки // *Банківська справа*. — 2003. — No. 1. — P. 3—14.
8. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.