

Інфляційне таргетування. Новий підхід до монетарної політики в НБУ: рішення та їх результати

23 вересня 2016 р. у Національному банку України відбулося чергове засідання Клубу банкірів на тему: «Інфляційне таргетування. Новий підхід до монетарної політики в НБУ: рішення та їх результати».

У засіданні взяли участь чимало колишніх високопосадовців Національного банку України, представники провідних вітчизняних банків України, вчені-економісти тощо.

З основною доповіддю виступив директор департаменту монетарної політики та економічного прогнозування НБУ С.Ніколайчук. Він зазначив, що «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. Крім того, було також запроваджено прийняття рішень з монетарної політики на основі макроекономічного прогнозу та побудовано рутинний цикл процесу прийняття рішень та їх комунікації. Такий перехід до активної процентної політики дозволив знизити інфляцію, «заякорити» та покращити інфляційні очікування, зменшити волатильність вартості ресурсів у гривні, а також обмінного курсу гривні».

У своїй презентації заступник директора Інституту економіки та прогнозування НАН України, д.е.н. С.Кораблін відкреслив, 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 в решті-решт не витримує напруження та девальвує.

І далі він наголосив: «Альтернативний погляд на природу курсової нестабільності гривні можна пов'язати із сировинним характером української економіки та коливаннями світових цін на сировину, яку вона експортує.

Така точку зору підкріплюється тим, 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 Caa3 – за Moody's).

Урахування цієї особливості дозволяє не лише проаналізувати характер змін світових цін на сировину, що формує основу українського експорту (сталь, пшениця, соняшникова олія, азотні добрива), але 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 кризі була своя специфіка. Так, перед обвалом у 1998–1999 рр. Україна ще не відійшла від курсових падінь і гіперінфляції початку 90-х. Валюту до резервів тоді було взято в борг. Кризу 2008–2009 рр. посилювала піраміда валютних кредитів. 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 всіх 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. Зокрема, упродовж 2002–2016 рр. річні темпи приросту реального ВВП коливалися майже синхронно зі зміною світових цін на експортну сировину України.

Аналогічна залежність спостерігається і в характері змін доходів Зведеного бюджету України. Що ж стосується дефіциту Зведеного бюджету, то він демонструє обернено пропорційну залежність від світової кон'юнктури на сировину.

Отже, бюджетні та фінансові розриви, в яких часто вбачають причину практично усіх валютних криз, в Україні самі виявляються лише одним 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 нього починаються проблеми, які ведуть гривню до чергової програми МВФ. Причому цей зв'язок виник ще до кризи 1998–1999 рр.: Stand-by (1996, 1997 рр.), EFF (1998 р.), знову Stand-by (2008, 2010 і 2014 рр.), 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 квартальними показниками) досягала, відповідно, -92% у 1999 р., -61% у 2009-му і -139% у 2015 році».

Висновки С.Корабліна такі: «Причини валютно-фінансової нестабільності (ВФН) 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 окреме 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 виявляється можливим лише за корекції економічної, фінансової та монетарної політики держави».

Ще одна співдоповідь на засіданні була виголошена провідним науковим співробітником Академії фінансового управління, к.е.н. А.Дробязком. Доповідач звернув увагу присутніх на таке: «Задекларувавши інфляційне таргетування, НБУ поставив перед собою дуже амбітну ціль, складові у вирішенні цього завдання виходять за межі інструментів, якими розпоряджається центральний банк:

По-перше, Україна має малу (0,1% світового ВВП) відкриту сировинну економіку (річний експорт плюс імпорт еквівалентний ВВП), яка залежить від кон'юнктури цін світових ринків.

По-друге, країна залежить від імпорту енергоносіїв, чия питома вага у кінцевій продукції в декілька разів більша, ніж у машинобудуванні.

По-третє, в Україні має місце монополізація транснаціональними компаніями основних експортних потоків, які мають негативний вплив на надходження валютної виручки. Наприклад, Полтавський ГОК за 2015 р. має 5,9 млрд збитків, в той час як його власник швейцарська компанія Ferrero має за цей же період 130 млн дол. США прибутку.

Крім того, інфляційно-девальваційна модель економіки свідчить про те, що ціни продавців енергоносіїв нині є не дооціненими (якщо порівнювати між собою 20-річний тренд, 12-річний тренд та 7-річний тренд.). А це матиме вплив безпосередньо на собівартість продукції у найближчому майбутньому.

Усі ці фактори виходять за межі компетенції НБУ, але чинять безпосередній вплив на темпи інфляції».

Виголошені доповіді активно обговорювалися учасниками засідання у ході вільної дискусії. Зокрема, третій Президент України, колишній голова НБУ Віктор Ющенко зауважив: «Національні гроші повинні бути стабільними, а банківська система починається з основного – з довіри. Як ми повертаємо це кредо? 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?». У дискусії також взяли участь перший заступник голови комітету Верховної Ради з питань фінансів і банківської політики М.Довбенко, колишній голова НБУ В.Стельмах, д.е.н., 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.