

Володимир Всеволодович Рябошлик

Фулбрайтівський професор

e-mail: ryaboshlyk@ukr.net,

Університету штату Іллінойс, США,
Центр розвитку інновацій (ЦРІ), м. Київ**ЗНИЖЕННЯ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ ПРИШВИДШИТЬ
ЕКОНОМІКУ БЕЗ ПОСИЛЕННЯ ІНФЛЯЦІЇ.****ЕКОНОМІКА УКРАЇНИ – ЦЕ АВТО, ЩО ЇДЕ НА РУЧНОМУ ГАЛЬМІ**

Виступ Голови Національного банку України пана Кирила Шевченка¹ проти друкування грошей, пов'язаного з російською агресією, ознаменував чи не перше за останні роки звернення НБУ до проблематики грошової маси і цін, і ця тема заслуговує продовження у більш широкому плані. Справа у тому, що перед цим була емісія ковідна, і крім того, є ще вплив облікової ставки і на економіку, і на ціни тощо. Тож, щоб розібратися з цим вузлом проблем, варто проаналізувати весь попередній досвід політики інфляційного таргетування. Узагальнюючі цифри є наступними.

За шість з половиною років таргетування, від жовтня 2015 р. і до російської агресії:

- економіка зросла у 1,14 раза (на 14%);
- грошова база² зросла у 2,11 раза;
- ціни – у 1,77 раза.

Тобто, у середньому:

- швидкість зростання економіки була на 2,1% за рік;
- грошової бази – на 12,3%;
- цін – на 9,3% що удвічі вище від 5-відсоткової цілі;
- середня облікова ставка складала 14,0%, що у півтора раза вище від інфляції.

Як можна побачити, вплив грошей на ціни мав місце на протязі всього таргетування. А якщо ще відокремити ту частку зростання грошей, яка йде на обслуговування реального зростання економіки, то інфляційний залишок приросту грошової маси, незабезпечений товарною масою, складе 10,0% і впритул наблизиться до фактичної середньої інфляції у 9,3%.

Щодо облікової ставки, то вона впливає на ціни товарів непрямо і опосередковано, тому, тут цей вплив поки не прослідковується, і ми ще спробуємо його розгледіти при переході до деталей.

Зате, вже зараз чітко прослідковується, як півтора-разове перевищення ставки над інфляцією пригальмувало зростання виробництва до 2,1% через по-

дорожчання кредитування, спричинене цим перевищенням та іншими побічними ефектами ставки.

НБУ цілком визнає, що він свідомо жертвує економікою заради подолання інфляції і майбутнього прискороного зростання. Втім, фактично склалася суперечлива і непослідовна політика інфляційного таргетування по-українськи, коли економікою жертвують, а інфляція не приборкується; півтора-разове перевищення ставки, «допомігши» пригнітити економіку, так і не допомогло переломити дію грошової маси, налаштовану проти досягнення цільової інфляції.

Розгляд подальших деталей, де сидить чорт, ще попереду. Тим паче, що сам принцип перевищення ставки над інфляцією вже викликав серйозні запитання міжнародних експертів.

А зараз, перейдемо до поглибленого аналізу впливу цих двох інструментів на ціни. Знову почнемо з впливу грошової маси, і розглянемо його у термінах абсолютних рівнів і термінах річних змін.

Рис. 1 ілюструє як проявляється залежність цін від грошей, якщо це представити у вигляді абсолютних рівнів.

Як видно, радикальні зміни, хоча вони й не бажані для практики, наочно показують, як поворот грошей викликає поворот цін із затримкою навколо року. При цьому, незважаючи на те, що «силуети» поворотів можуть суттєво різнитися, саме явище повтору поворотів грошей поворотами цін, після певного лагу, чітко прослідковується.

А у часи менш радикальних змін або помірної нестабільності кількісна кореляція між грошми і цінами проявляється ще більше, що теж видно з рис. 1.

Рис. 2 відображає ці ж динаміки у термінах змін, що дозволяє додатково розгледіти ще і повтори інфляцією поворотів грошової маси за нерадикальних змін. Крім того, цей формат дозволяє підключити до аналізу і облікову ставку. Але, з іншого боку, у цьому представленні кореляцію цін з грошми видно не на стільки.

¹ Шевченко К. Емісія грошей – не вихід. Потрібні інші методи для підтримки економіки. *Економічна правда*. 06.07.22.

² Грошова база, її ще називають вузькими або сильними грошми, в основному включає готівку і показує на яку максимальну суму можна здійснити покупки у певний момент часу. У цьому відмінність від широких гро-

шей куди додатково входять депозити, які усі одночасно і у повному обсязі використати не можливо. Крім того, інша принципова відмінність у тому, що грошову базу НБУ контролює безпосередньо і директивно, у той час як на депозити Національний банк може впливати лише непрямо і опосередковано.

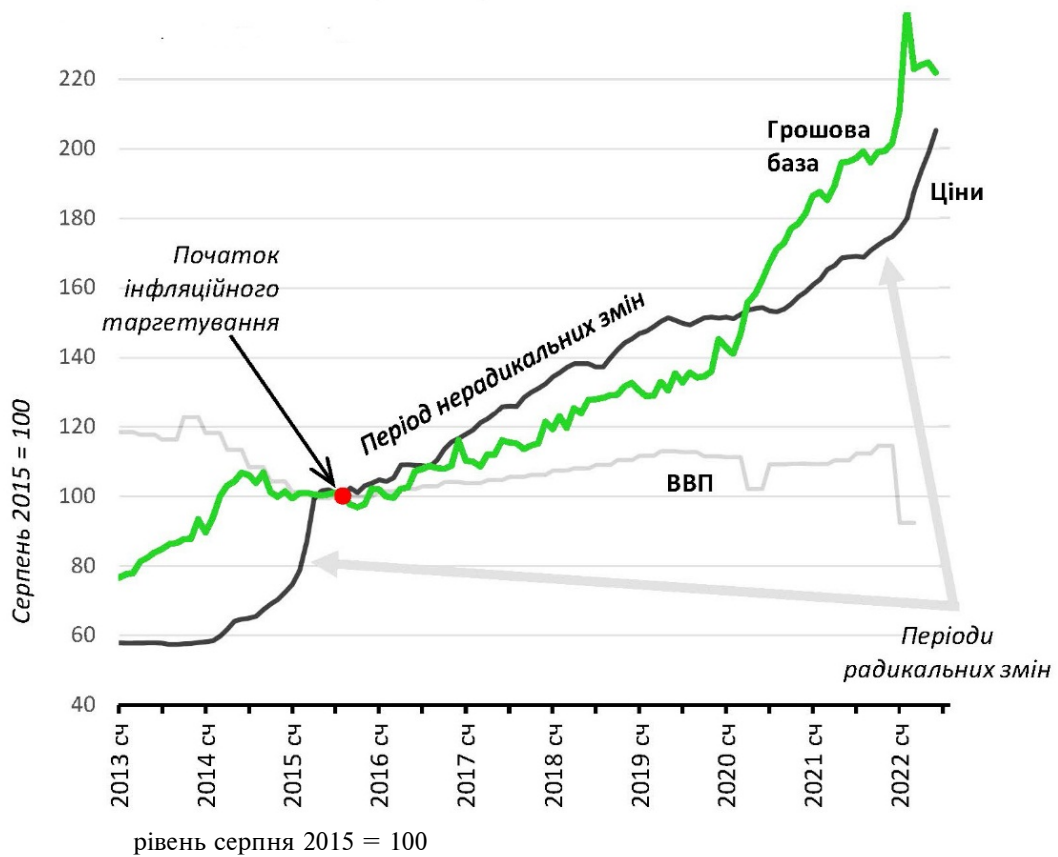


Рис. 1. Залежність цін від грошей відображена у термінах рівнів

Джерело: НБУ, Держкомстат.

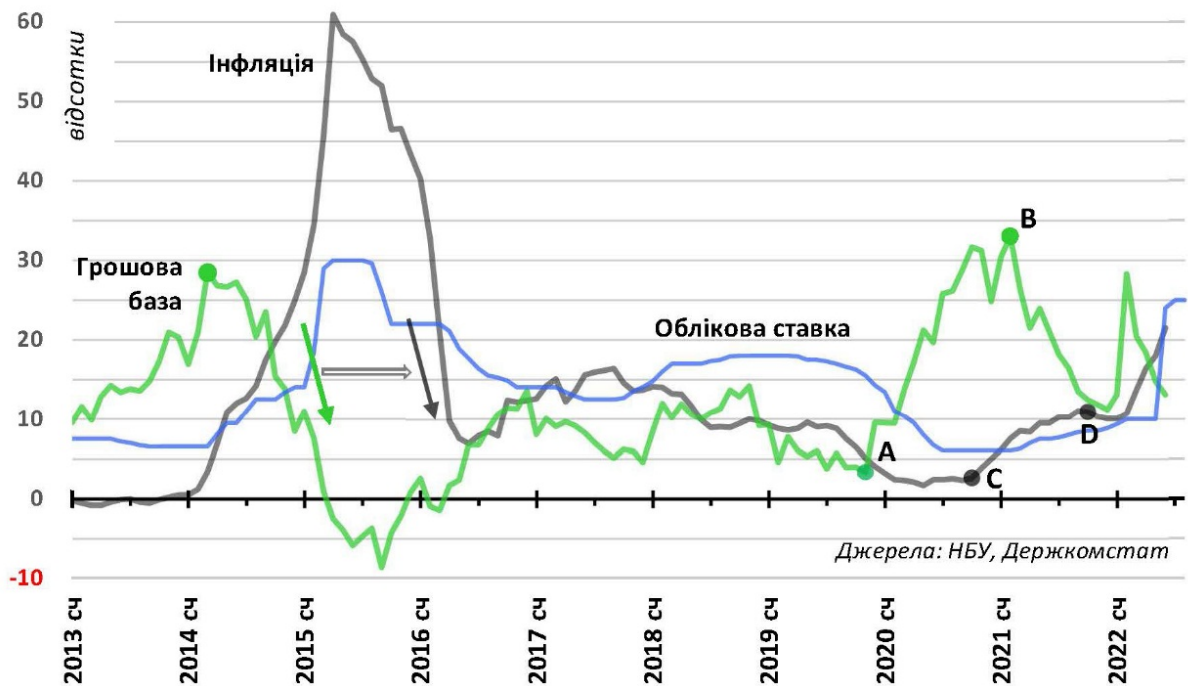


Рис. 2. Залежність цін від грошей відображена у термінах змін і облікова ставка, %

Повтори поворотів грошей поворотами цін на рис. 2 є наступними.

Радикальний поворот від прискореного до уповільненого зростання грошової бази, навіть з негативним зростанням (скороченням) грошей, відбувся у березні 2014 р., що через рік спричинило відповідне уповільнення інфляції у квітні 2015 р.

Потім відбулося зворотне коливання у бік прискорення грошей у вересні 2015 р. і прискорення цін у червні 2016 р.

Далі спостерігався період відносно низької нестабільності, коли темпи змін грошей і цін миготіли від 4 до 16 відсотків і корелятивну залежність можна було розглядати лише у термінах рівнів на рис. 1, а не приростів на рис. 2.

Потім цьому поклато край радикальне прискорення грошей у листопаді 2019 р. з наступним прискоренням цін у жовтні 2020 р. Це останнє прискорення було явно слабкішим від більш інтенсивного зростання грошей. Порівняйте крутий нахил відтинку АВ із пологом нахилом CD на рис. 2. Ця особливість виникла внаслідок загальносвітового ковідного уповільнення швидкості обертання грошей¹ через вимушене уповільнення витрат на споживання внаслідок локдаунів та інших обмежень.

У лютому 2021 р. відбувся поворот до згортання ковідної емісії і потім у жовтні 2021 р. – відповідний поворот до уповільнення і цін, яке невдовзі припинилося через російську агресію і започаткування воєнної емісії. Це воєнне стрімке зростання грошової бази у лютому 2022 р. сягнуло трохи нижче від попереднього ковідного, проте відбулося більш швидко. Одночасно з цим, «воєнна» інфляція теж посилилася дуже стрімко, але на цей раз не стільки від емісії, скільки від прискорення швидкості обертання грошей унаслідок запасання товарів населенням, і від скорочення виробництва товарної маси внаслідок війни – це показує графік ВВП на рис. 1. А щодо фактору впливу емісії і грошової маси на інфляцію, то імовірно це проявиться трохи пізніше.

У результаті, і загальний, і детальний аналіз очікувано доводить наявність залежності цін від грошової маси, тобто монетарний характер інфляції в Україні.

Тепер, спробуємо знайти вплив на інфляцію облікової ставки, чий ефект повинен проявлятися з лагом у 9-18 місяців. При цьому, цей вплив буде проаналізовано у взаємодії з інструментом грошової маси. Знову увага на рис. 2.

Дійсно, ще до початку політики таргетування, після посилення ставки у березні 2014 р., послаблення інфляції відбулося у квітні 2015 р. Крім того, одночасно також відбувався і узгоджений з цим поворот грошей до уповільнення зростання.

Потім, з початком інфляційного таргетування, поворот до зниження ставки мав місце у серпні 2015 р., а посилення інфляції – у червні 2016 р. І це теж супроводжувалося відповідним поворотом грошей.

Далі почали траплятися випадки неузгодженого і протиспрямованого застосування цих інструментів.

Так, з вересня 2017 до жовтня 2018 р. ставка зросла з 12,5 до 18% і за цей же час грошова база

зросла на 13,8%, тобто, була налаштована на протилежний ефект. Ціни за цей час зросли на 9,5%, у річному вимірі на 8,7%.

З липня 2020 по лютий 2021 р. ставка утримувалась на незмінному рівні 6%, а грошова база діяла у бік посилення інфляції і зросла на 12,3%. Ціни за цей час зросли на 5,3%, у річному вимірі на 9,0%.

Нарешті з березня 2021 до січня 2022 р. ставка зросла з 6 до 10%, а грошова база – на 13,8%. Ціни зросли на 7,1%, у річному вимірі на 8,5%.

Ця деталізація підтверджує загальний висновок, що грошова маса переважно впливала у бік посилення інфляції, протилежно впливу облікової ставки.

Крім того, показано, що грошова маса є більш головним і потужним фактором інфляції, а облікова ставка грає допоміжну роль тонкої настройки непрямої дії, і тому, усі спроби перебити протиспрямовану дію грошей завищеною ставкою не мали успіху.

Таким чином, поставлено під сумнів постулати НБУ нав'язані суспільству, що облікова ставка є єдиним інструментом впливу на інфляцію, оскільки інфляція в Україні не має монетарного характеру; тобто грошова маса вже начебто під контролем і залишається регулювати інфляцію лише ставкою, яка обов'язково повинна бути вище інфляції або на її рівні.

Потрапляє під сумнів і «залізний» аргумент НБУ проти вимог економіки знизити ставку, бо це, мовляв, дасть лише гіперінфляцію дев'яностих. Гіперінфляції не буде тому, що грошова маса так само знівелює за низьку ставку, як перед цим – зависоку. А буде те, що зі зникненням завищених ставок зникне і весь «букет» її побічних наслідків, про які трохи нижче, і це пришвидшить виробництво без посилення інфляції.

Разом з тим, важливо підкреслити, що сказане не означає принципової неспроможності облікової ставки впливати на ціни, а означає те, що слабкі впливи ставки губляться порівняно з набагато потужнішими наслідками суттєвих змін грошової маси. Іншими словами, ефект ставки може стати помітним, і ставка почне реально діяти лише на фоні послаблення ефектів з боку грошей завдяки стабілізації їх динаміки. Це, у свою чергу, вимагає рівноправного ставлення до цих двох інструментів без штучного завищення ролі одного з них, тим паче, без ототожнення боротьби з інфляцією тільки з обліковою ставкою.

І на шляху до цього цивілізованого стану лежить цілий вузол проблем.

Умовою для запуску «інфляційної» функції ставки є попереднє приблизне досягнення цільової інфляції за допомогою лише інструменту грошової маси.

Для цього потрібне подолання широких коливань емісії.

Це тягне за собою необхідність уникнення ситуацій гострої потреби у емісії.

А це упирається у дефіцит бюджету, і К. Шевченко висунув деякі пропозиції.

Зрозуміло, що поточні коливання грошей миттєво подолати не можливо, зате можливо, не чекаючи цього, миттєво перекрити негативні наслідки ставки і здійснити економічний стрибок вже зараз. А саме,

впливає через створення загального стабільного середовища.

¹ Швидкість обертання, на відміну від самої грошової бази, НБУ прямо не задає, а лише опосередковано

повернути ставці її головну роль – впливати на вартість кредитів комерційних банків у такий спосіб, щоб сприяти не занепаду, а розквіту.

Для цього, головне, подолати стереотип про безвідповідальність зниження ставки і опрокинути ставку з 25% до нуля. Чому саме до нуля?

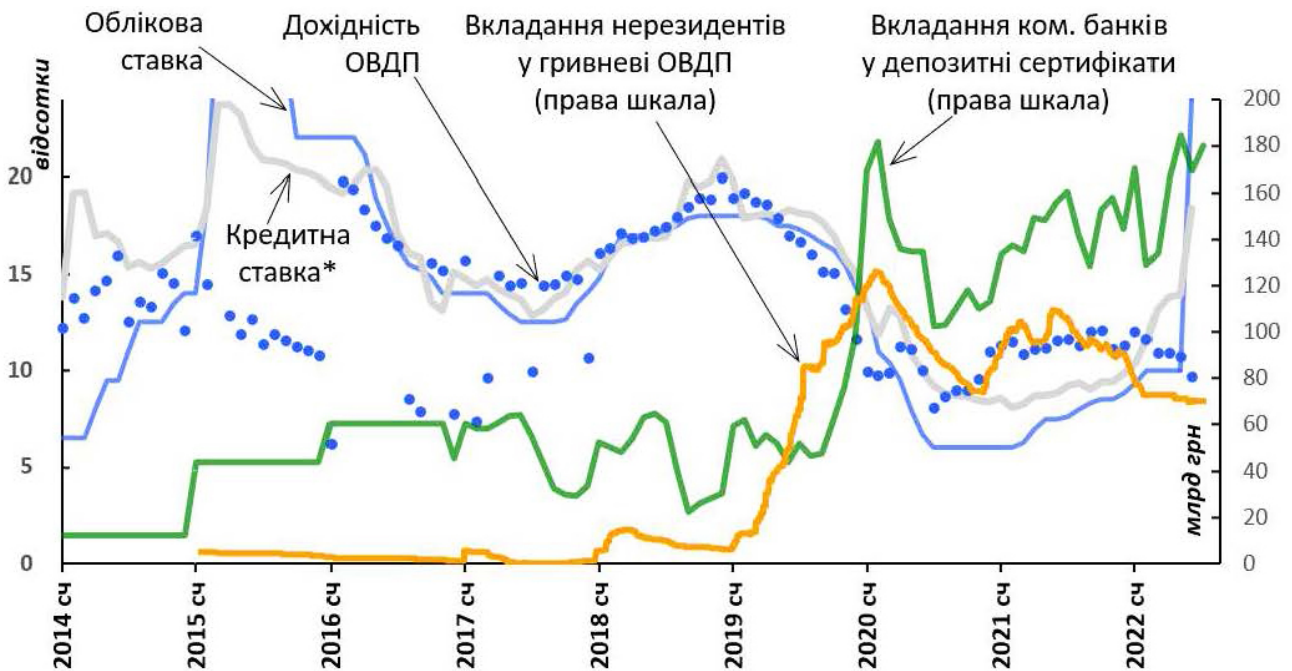
По-перше, все одно ставка не матиме впливу на інфляцію доки коливальність грошової маси не буде звужена до порівнянності з розвиненими країнами. Це наочно проілюстрував світовий досвід боротьби з ковідною інфляцією. Тоді, варіювання грошима і ставкою на «турбулентному» Заході відбувалося з набагато меншим розмахом і набагато більшим успіхом, ніж у «стабільній» Україні.

По-друге, рухати подальшу настройку ставки від нуля вверх «коштуватиме» дешевше, оскільки, чим вище ставка, тим гірші її побічні наслідки.

Це буде стрибок економіки вверх завдяки стрибку ставки вниз, який започаткує наближення до рівня капітальних інвестицій у 35% ВВП замість 15%. І це повинно бути саме початковим стрибком, випереджаючим інші заплановані стрибки. Інакше це будуть спроби розігнати автомобіль на ручному гальмі.

Тепер про побічні наслідки, які ілюструє рис. 3. Підтверджено вже згаданий вплив облікової ставки на ставки комерційних банків і при цьому видно як періоди завищення ставки спричиняють подорожчання кредитів. Не стало винятком і останнє суперечливе підвищення облікової ставки з 10 до 25%, яке швидко підняло ставки кредитування (див. крайню праву частину рис. 3).

Іншою функцією ставки є встановлення доходності комерційних банків за вкладання у депозитні сертифікати НБУ. Тут завищення ставки з метою боротьби з інфляцією одразу заохотило банки різко підвищити «інвестиції» у сертифікати. І у 2015 р. їх обсяг зріс у 3,5 раза – до 44 млрд грн; а на сьогодні сертифікати підскачили ще у 4 рази – до 180 млрд грн. Ставка у 25% теж посприяла підтримці тенденції зростання сертифікатів, що також добре видно з рис. 3. І ці макроекономічні зрушення відбулися за рахунок інвестування економіки, з чого також видно внутрішній потенціал збільшення інвестування, що має вивільнитися після припинення такої нездорової практики.



* Середня ставка за новими кредитами нефінансовим корпораціям

Джерела: НБУ, Держкомстат, Мінфін

Рис. 3. Побічні ефекти облікової ставки більш помітні ніж ефект на інфляцію

Справа у тому, що відсотки за сертифікати Національний банк оплачує емісією ніяк не пов'язаною з виробництвом. У 2015 р. сплата цих відсотків зростає понад десять разів, а всього за 2015-2021 рр. НБУ емітував на ці цілі понад 62 млрд грн. Ці емітовані мільярди стали вагомим внеском у рекордну прибутковість комерційних банків, і одночасно посіли п'яту частину приросту грошової бази за вказаний період. Маємо наочну деталізацію як боротьба облікової ставки за зниження інфляції обернулася підвищенням інфляції через підвищення емісії.

Далі, попри те, що встановлення доходності державних облігацій до функцій облікової ставки не відноситься, від 2016 р. почали траплятися дивні співпа-

діння ставок розміщення ОВДП з обліковою ставкою, коли облігації слідували за скороченнями і підвищеннями ставок.

Унаслідок цього, доходність ОВДП наблизилася до комерційних кредитів та інколи навіть їх перевищувала, хоча, за економічною логікою, ставки по облігаціях мають бути суттєво меншими, оскільки держава є менш ризикованим позичальником, ніж бізнес. Вигоду від цього отримали власники держоблігацій, зокрема, частка ОВДП, що належить комерційним банкам швидко зростає з 40 до 50%, а частка НБУ скоротилася. З іншого боку, ще більше послабилася зацікавленість банків надавати кредити економіці.

Оплачує цю сумнівну вигоду бюджет, і стаття витратів на обслуговування державного боргу (яка в основному містить сплату відсотків) стала однією з найвагоміших. Наприклад, у бюджеті на 2022 рік на такі виплати заплановано 180 млрд грн, що на третину більше, ніж на оборону, або у півтора раза більше, ніж на розвиток економіки, і так далі.

Важливо також звернути увагу, що найвищий зиск від надходності облігацій дістається нерезидентам-інвесторам у гривневій ОВДП, котрі отримують у доларах майже такі ж відсотки доходності як і по облігаціях номінованих у гривнях, що набагато вище від безпосереднього інвестування доларів. Для цього нерезиденти обмінюють долари на гривні; потім на ці гривні купують гривневі облігації; через певний час отримують гривневий дохід і обмінюють його назад на долари. В результаті це давало високу, до 20%, доходність у доларах. Тож не дивно, що такі вкладання нерезидентів сягнули від нуля до 120 млрд грн; і навіть сьогодні, попри те, що інфляція у США інколи піднімалася до 7%, і до того ж ще слабше і гривня, ця схема залишається досить привабливою і обсяг вкладень у неї стабілізувався на 70 млрд грн. А оборотною стороною цих зисків є валютні втрати України на сотні мільйонів доларів; і знову – маємо відволікання цих коштів від інвестування в економіку.

У цілому, сукупно чинять негативний вплив на економіку: дорожня кредитів від самої ставки; скорочення кредитних ресурсів через їх перекидання на депозитні сертифікати НБУ; витіснення бюджетних витрат на економічний розвиток витратами на сплату відсотків по держборгу.

Все це призвело до того, що частка банківських кредитів у джерелах фінансування капітальних інвестицій впала до 4,5%, а у такій галузі як переробна промисловість – до 2,5%. Зростання ВВП у 2022 р. НБУ прогнозував у «рекордні» 3,4%, оді як, згідно Світового банку, весь світ зростає на 3,9%. Створено доганяючу економіку, яка не доганяє.

Тепер, коли стало очевидно, що фактично відбувається системне тривале пригнічення виробництва, ми отримали додаткові аргументи на користь того, що найперший стрибок економіки вверх обов'язково повинен відбутися від стрибка облікової ставки вниз.

Тож відпустімо гальма і рушімо вперед

Висновки. НБУ цілком визнає, що зависока облікова ставка гальмує виробництво внаслідок завищення вартості кредитів, проте НБУ не визнає можливості зниження ставки, стверджуючи, що це лише посилить інфляцію і погіршить ситуацію.

Тепер доведено, що зниження ставки інфляцію НЕ посилить, з тієї ж причини, з якої сьогоднішня радикальна ставка у 25% інфляцію НЕ послабила. Тому, *зниження ставки надасть виробництву першого імпульсу без ризику інфляції*, і численні тривалі вимоги підприємців щодо цього більше не виглядають «безвідповідальними».

Помилка НБУ у перебільшенні впливу облікової ставки на ціни і применшенні впливу грошової маси. НБУ наполегливо підкреслює немонетарний характер інфляції в Україні, що означає, що начебто гроші контролюються такими чином, що вони на інфляцію не впливають і цим фактором можна знехтувати. Насправді, триває звичайна українська практика емісії по

мірі потреби, яка суттєво впливає і на ціни, тільки тепер цьому перестали надавати належної уваги.

Таке однобоке завищення можливостей ставки призвело до появи дивного принципу утримування ставки вище або на рівні інфляції. Проте, спроби впливати на інфляцію будь-як завищеною ставкою нівелиються протиспрямованою дією, хоч і не визначеного, але все ж таки існуючого фактору грошей.

Міжнародні експерти ніколи не схвалювали принцип «ставка вище інфляції». Крім того, наслідки «ковідних» емісій поставили багато країн у таку ж ситуацію з цінами як і в Україні (у США інфляція сягнула 8,6%; у Єврозоні – 9,1%), і це наочно висвітило різкий контраст між цивілізованим і українським шляхами подолання інфляції.

Наприклад, Європейський центральний банк чесно визнав, що зростання цін було спричинено емісією, тобто, що інфляція в Єврозоні має монетарний характер, і відповідно найпершим заходом було посилення контролю над грошовою масою (згортання кількісного пом'якшення); і тільки пізніше, як додатковий захід, відбулися найвищі за 11 років підвищення ключової ставки, і зараз ставка ЄЦБ за основними операціями рефінансування встановлена у 1,25%, що набагато *нижче* від інфляції. При цьому цільова інфляція складає 2%. Годі говорити, що ЄЦБ не баче ризиків гіперінфляції внаслідок майже нульової ключової ставки, оскільки він не втратив контролю над грошовою масою.

В Україні, за такої ж інфляції близько 10%, облікову ставку тримали на рівні 18%, а грошову масу як фактор впливу на інфляцію взагалі до уваги не брали і вона миготіла від 4 до 14%. З цієї ж логіки НБУ впливає, що якщо б у нас цільова інфляція була не 5, а 2%, то облікова ставка повинна була б бути ще вище і сягати 45%.

Пора нарешті визнати існування впливу грошової маси на ціни і монетарний характер інфляції в Україні. Тоді стане зрозумілим, що поки численні потреби в емісії і зростанні грошової маси (дефіцит бюджету, фінансування невідкладних потреб тощо) не будуть вгамовані, гроші були і будуть головним і найпотужнішим чинником інфляції в Україні, на фоні якого були і будуть губитися слабкі впливи будь-як завищеної облікової ставки. І, що є зараз найголовнішим для нас, – так само будуть губитися і впливи будь-як *зниженої* ставки.

Це, у свою чергу, означає, що можна сміливо повернути обліковій ставці її головну роль – впливати на вартість кредитів комерційних банків так, щоб сприяти не занепаду, а розквіту.

Конкретно пропонується замість 25% встановити облікову ставку 0%, маючи на увазі, що можливість ставки помітно додатково впливати на інфляцію і доцільність її корегування з'являється не раніше наближення інфляції до цільового рівня під впливом стабілізації грошової маси.

Це надасть імпульс економіці вже зараз, який повинен розчистити шлях до інших запланованих стрибків. Інакше буде розгон автомобіля на ручному гальмі.

Серед причин такого відвертого розходження Національного банку і з економічною логікою, і зі світовою практикою не виключене існування корисливих мотивів. Наприклад, оскільки облікова ставка також

впливає і на ставку по депозитних сертифікатах НБУ, то підвищена ставка швидко забезпечила нездорове підвищення «інвестицій» комерційних банків у сертифікати за рахунок інвестицій у економіку. І після початку політики інфляційного таргетування обсяг сертифікатів зріс з десятків до сотен мільярдів гривень. Підвищення ставки на початку червня до 25% не пододало інфляції, зате миттєво прискорило сертифікати, і на середину вересня вони стрибнули на 44%, до майже 250 млрд грн (при тому, що за такий же попередній час вони зросли приблизно на 25%). Сплату відсотків комерційним банкам за сертифікати Національний банк емітує з повітря; і за 2015–2021 рр. так було сплачено понад 62 млрд грн, які стали вагомим внеском у рекордну прибутковість комбанків, а з іншого боку, це посіло п'яту частину приросту грошової

бази за вказаний період. Наочно видно, кому це вигідно, і кому не вигідно; і як підвищення облікової ставки з виголошеною метою послаблення інфляції фактично спричиняє посилення емісії і посилення інфляції. Це також показує, що нульова облікова ставка, окрім здешевлення кредитів, ще вивільнить 250 млрд грн додаткових кредитних ресурсів.

Також підкреслимо, що нульова ставка не означатиме безплатної роздачі кредитів. Тому, що ставки рефінансування визначаються тендерами, які проводить НБУ, де, як правило, встановлюються ставки вищі від облікової. Тож ставки рефінансування комерційних банків напевно будуть вище від 0% але і нижче результатів поточних тендерів у 27%.

Звісно, НБУ ніколи з цим не погодиться, але це не заважає всім публічно висловити свою позицію і ініціювати дискусію.

Стаття надійшла до редакції 26.09.2022

Формат цитування:

Рябошлик В. В. Зниження облікової ставки пришвидшить економіку без посилення інфляції. Економіка України – це авто, що їде на ручному гальмі. *Вісник економічної науки України*. 2022. № 2 (43). С. 164–169. DOI: [https://doi.org/10.37405/1729-7206.2022.2\(43\).164-169](https://doi.org/10.37405/1729-7206.2022.2(43).164-169)

Riaboshlyk, V. V. (2022). Lowering the Discount Rate Will Speed up the Economy without Increasing Inflation. Ukraine's Economy is a Car Running on a Handbrake. *Visnyk ekonomichnoi nauky Ukrainy*, 2 (43), pp. 164–169. DOI: [https://doi.org/10.37405/1729-7206.2022.2\(43\).164-169](https://doi.org/10.37405/1729-7206.2022.2(43).164-169)