

ЛОГІКА ПОЛІТИЧНОГО ЦИКЛУ ТА СТІМКЕ ГАЛЬМУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ В 2011–2012 РР.: МОТИВАЦІЯ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ ТА ЙМОВІРНІ НАСЛІДКИ

***Анотація.** Оцінено вплив політичного циклу на інфляційні процеси в Україні. Виявлено, що напередодні виборчих кампаній вітчизняна інфляція знижується, а після виборів – прискорюється. Зменшення пропозиції грошової маси може бути елементом передвиборчого стримування інфляції, тим паче у контексті забезпечення стабільності грошової одиниці. Проаналізовано потенційні довгострокові обмеження поточної економічної політики: (1) необхідність монетизації значного дефіциту бюджету та (2) рекордне підвищення процентної ставки, що загрожує стагнацією реального сектора.*

Ключові слова: політичний цикл, інфляція, монетарна політика

Boyko V.

POLITICAL BUSINESS CYCLE AND STEEP DECELERATION OF INFLATION IN UKRAINE OVER THE 2011–2012 PERIOD: MOTIVATION, INSTRUMENTAL TOOLS AND LIKELY CONSEQUENCES

***Summary.** The political business cycle effects on inflation in Ukraine are estimated. It is found that domestic inflation decelerates on the eve of political campaigns and accelerates after elections. Decrease in the money supply could be an element of the pre-electionary inflationary restraint, all the more that in the context of exchange rate stability. Potential long-term constraints of current economic policy are analyzed, such as (1) necessity of monetization of the budget deficit and (2) extreme increase in the interest rate, which brings about a risk of the real sector slump.*

Keywords: political business cycle, inflation, monetary policy

1. Вступ

Відчутне зниження вітчизняної інфляції в 2011–2012 рр. (рис. 1) — якраз напередодні виборів до Верховної Ради (жовтень 2012 р.) — стало доволі несподіваним явищем, приймаючи рекордне (за українськими мірками) підвищення цін на російський природний газ²², яке в минулому неодноразово називалося чи не найголовнішим інфляційним чинником. Не відкидаючи численних пояснень доволі несподіваного гальмування інфляції, як несприятлива циклічна позиція (це супроводжується зменшенням сукупного попиту), високе безробіття, стиснення грошової маси, сповіль-

²² З початку 2010 р. ціни на російський природний газ розраховуються за формулою, яка відповідає ціноутворенню на російський газ для європейських країн. Це призвело до стрімкого підвищення цін на природний газ для України, навіть з врахуванням щорічної знижки на рівні 100 доларів за тис кубометрів шляхом застосування знижки у вигляді анулювання митних зборів згідно з угодою між Україною і Російською Федерацією, підписаної 21 квітня 2010 р. у Харкові Президентом України Віктором Януковичем і президентом Росії Дмитром Медведевим. В обмін на отриману знижку на російський природний газ Україна погодилася продовжити перебування Чорноморського флоту Російської Федерації у м. Севастополі з 2017 до 2042 р. з автоматичним продовженням на 5 років, якщо будь-яка сторона не висловить заперечення.

нення темпів зростання сировинних цін на світових товарних ринках [2, с. 20-21], високий урожай сільськогосподарської продукції [1, с. 3], корекція рівня цін після стрімкого прискорення інфляції у 2007–2008 рр. [3, с. 7-16] тощо, головним видається зацікавленість владної команди у забезпеченні підойм для стабільності грошової одиниці, передусім за допомогою зменшення надлишкової пропозиції грошової маси (або грошового “навісу”) та адміністративного регулювання цін. Існуюча ситуація може мати короточасний стимулюючий вплив, але на віддаленішу перспективу може позначитися численними негативними наслідками від підвищення вартості кредитних ресурсів – зменшення інвестицій, девальвація грошової одиниці, деформації у банківській системі, погіршення фінансового стану підприємств-боржників, що призведе до післявиборчої стагнації української економіки (цілком у дусі політичного циклу) та консервації існуючих структурних деформацій.

Не виключено, що екстремально високі процентні ставки відбивають недовіру до поточної економічної політики, яка передбачає “підвищення соціальних стандартів” на тлі стрімкого погіршення сальдо торговельного балансу і не менш драматичної втрати валютних резервів. Додаткове негативне тло можуть створювати підозри щодо штучного заниження інфляційного показника засобами “креативної” статистики, як це, приміром, спостерігається в Аргентині [10]. Така поведінка теж відповідає логіці політичного циклу і може мати порівняно самостійний довгостроковий (післявиборчий) вплив через спотворення макроекономічних орієнтирів.

Метою даного дослідження є тестування дослідницької гіпотези, що в Україні динаміка інфляції відповідає логіці політичного циклу, а саме: напередодні виборів уряд і центральний банк намагаються стримувати інфляцію, попри проведення експансійної фіскальної політики, а відразу ж після завершення виборчої кампанії відбувається підвищення інфляції. Відповідна проблематика не досліджувалася вітчизняними вченими, хоча становить значний практичний інтерес, зокрема у контексті визначення інституційних обмежень для фіскальної і монетарної політики, які могли б підвищити ступінь довіри до влади і запобігти проявам ажіотажної поведінки. Для досягнення поставленої мети вирішено декілька завдань: (1) проаналізовано сучасні теоретичні підходи до пояснення зв’язку між інфляцією та політичними кампаніями, (2) оцінено емпірично залежність вітчизняної інфляції від парламентських і президентських виборів, (3) зроблено аналіз довгострокових обмежень економічної політики зразка 2011–2012 рр.

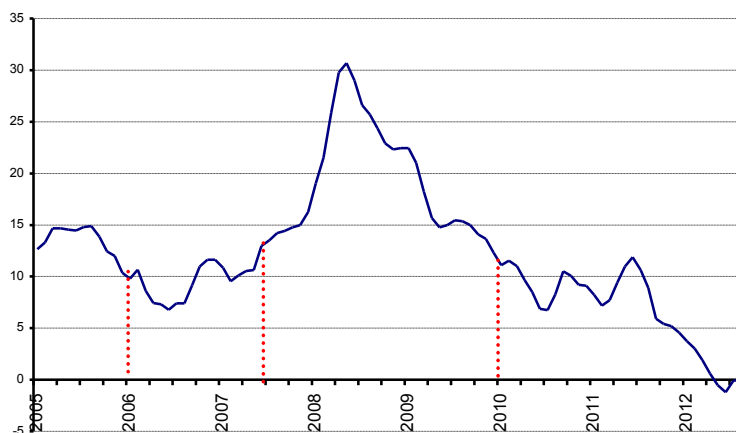


Рис. 1. Інфляція в Україні, 2005–2012 рр.

Джерело: Держкомстат України

Структура статті відповідає поставленим завданням. Спочатку зроблено огляд основних теоретичних та емпіричних результатів, що стосується поведінки інфляції в контексті політичного циклу. Далі подано результати емпіричного дослідження за квартальними даними 1998–2012 рр. У наступних підрозділах проаналізовано особливості монетарної політики НБУ та її потенційні довгострокові наслідки. Виклад матеріалу завершено короткими висновками і узагальненнями.

2. Інфляція як елемент передвиборчої стратегії

Низька інфляція у поєднанні зі зниженням безробіття становить одну із найбільших “спокус” при формуванні передвиборчої економічної політики, тоді як післявиборче прискорення інфляції стає своєрідною “платою” за макроекономічний підкуп виборців. Традиційно переваги відповідної політики пояснюють за допомогою теоретичних моделей з кривою Філіпса. Приміром, в одній з перших моделей політичного циклу, яку запропонував У. Нордхаус [17, с. 169-190], передбачається, що влада максимізує голоси виборців за допомогою стимулювання сукупного попиту напередодні виборів, яке згодом призводить до прискорення інфляції відразу ж після завершення виборчої кампанії. Підстави для “обдурювання” виборців створюються адаптивним формуванням очікувань інфляції (*англ.* adaptive expectations), адже населення відрізняється ретроспективною оцінкою макроекономічної ситуації.

Альтернативні моделі Кідланда–Прескотта [16, с. 473-492] та Барро–Гордона [8, с. 101-121] в дусі класичної традиції теж передбачають політичний цикл, попри припущення щодо раціональності виборців, які здатні вірно передбачити майбутню інфляцію (*англ.* forward-looking expectations). Влада зустрічається з проблемою динамічної суперечливості цілей (*англ.* dynamic inconsistency problem), коли економічна політика змінюється в часі таким чином, що переваги на одному з етапів стають несумісними з оптимальними параметрами для іншого часового етапу.

У низці досліджень для промислових країн отримано, що політично мотивовані зміни в економічній політиці справді позначаються прискоренням інфляції відразу ж після завершення виборчої кампанії [5; 6; 7]. Водночас не виявлено впливу на показники доходу і безробіття, як це передбачають моделі політичного циклу. Таким чином логіка кривої Філіпса як способу пояснення короточасних переваг від передвиборчої експансійної політики справджується лише частково: спостерігається післявиборче підвищення інфляції, але немає супутнього стимулювання доходу і зменшення безробіття.

Факт післявиборчого прискорення інфляції визнається навіть прихильниками раціональних очікувань. Приміром, М. Гартнер дослідив, що в усіх країнах “великої сімки” (окрім Франції) інфляція виявилася вищою у післявиборчому кварталі [15, с. 705-725]. Пояснень такого результату декілька: а) проблеми з агрегацією даних, б) перебільшені очікування інфляції напередодні виборів, що позначається завищеними вимогами працюючих щодо заробітної плати, в) намагання урядовців продемонструвати власну компетентність напередодні виборів, що призводить до заниженої інфляції перед виборами, яка згодом коригується у післявиборчий період. Вагомою причиною політичного циклу стає інерційність політики збільшення сукупного попиту, а дії центральних банків зазвичай заохочують “короткозорість” виборців. Для профілактики політичного циклу необхідно не лише надання більшої незалежності центральному банку, але й стимулювання конкуренції, що повинно нівелювати інерцію попиту.

Як показали Г. Чаппел і Л. Гонсалвеш-Вейга за даними 136 парламентських виборів у 13 європейських країнах за період 1960–1997 рр., зниження інфляції підвищує шанси політиків на переобрання, тоді як виборцям не подобається прискорення інфляції, передусім у випадку перевищення середньоєвропейського показника [11, с. 183-197]. Щодо інших емпіричних досліджень – не знайдено переконливих свідчень, що виборці позитивно реагують на вищий темп зростання ВВП. Серед іншого такий результат може пояснюватися браком безпосереднього зв'язку між динамікою економічного зростання та безробіттям, що отримало назву “зростання без зайнятості” (*англ.* jobless growth).

Потенційні втрати від інфляції не завжди оцінюються негативно, навіть за відсутності супутніх переваг у вигляді прискорення динаміки ВВП чи зменшення безробіття. Р. Дух продемонстрував, що для країн Центральної і Східної Європи (ЦСЄ) прискорення інфляції перед виборами зменшує втрату голосів правлячою партією [12]. Такий результат пояснюється високим ступенем незадоволення демократичними процесами і недостатньою поінформованістю виборців про функціонування демократичних інститутів, що спотворює зв'язок між економічними показниками та перевагами електорату. Припускається, що усвідомлення такого зв'язку відрізняється для окремих груп населення. Для Румунії Д. Юла виявив, що залежність виборчих переваг від економічних показників є нижчою для жителів депресивних регіонів з нижчим рівнем доходу, які зазвичай віддають перевагу партіям лівої орієнтації – без огляду на економічні наслідки їхньої діяльності [14].

Л. Шукнехт на основі аналізу 25 країн, що розвиваються, виявив залежність передвиборчої фінансової політики від системи обмінного курсу [18, с. 115-130]. Якщо за умов плаваючого обмінного курсу збільшення дефіциту бюджету відразу ж стає помітним для широкого загалу внаслідок девальвації грошової одиниці та прискорення інфляції, то для фіксованого обмінного курсу негативні наслідки до пори до часу маскуються втратою валютних резервів. Сприятливий електоральний ефект від проведення експансійної фінансової політики стає максимальним за умов (1) високої залежності інфляції від обмінного курсу та (2) достатньо високих валютних резервів, що нівелюють побоювання щодо критичності обмежень платіжного балансу. М. Халленберг і Л.-В. Соуза підтвердили, що у передвиборчий період за умов фіксованого обмінного курсу в країнах ЦСЄ практикують поєднання експансійної фінансової політики з рестрикційною монетарною політикою [13]. У середньому за передвиборчий рік сальдо бюджету погіршується на 1,5%.

Оскільки підвищення цін зазвичай засвідчує банкрутство експансійної економічної політики або принаймні обмежує можливості мобілізації електоральної підтримки, виникають підстави для використання засобів адміністративного регулювання цін. П.-Р. Агенор і К. Асіліс довели теоретично, що уряд може бути зацікавленим у посиленні цінового контролю цін напередодні виборів, а після завершення виборчої кампанії – дуже контрастно відмовлятися від нього [4, с. 131-142]²³. Характер циклічних явищ залежить від періодичності виборчих кампаній, порівняльної ваги низької інфляції та деформацій від цінового контролю у цільовій функції виборців, особливостей підписання контрактів та ступеня невизначеності щодо тривалості урядової каденції. В Кастро і Ф. Вейга за даними 44 програм фінансової стабілізації за період 1957–1999 рр. у 10 країнах (Аргентина, Бразилія, Болівія, Домініканська

²³ Зі середини 1960-х років адміністративне регулювання цін як “популярний” антиінфляційний засіб використовували Бразилія (1964 р.), Аргентина (1967 р.), Уругвай (1968 р.). У 1980-х роках до країн Латинської Америки, що дали експериментувати з контролем цін та заробітної плати, долучився Ізраїль.

Республіка, Ізраїль, Мексика, Перу, Туреччина, Уругвай, Чилі) довели емпірично, що напередодні виборів від уряду ймовірніше очікувати антиінфляційних програм на основі стабільності грошової одиниці, а після виборів – стабілізації цін за допомогою обмеження пропозиції грошової маси [9, с. 1-6].

Якщо запровадити безпосереднє адміністративне регулювання цін важко або недоречно з тих чи інших причин, може відбуватися штучне заниження показника інфляції, що вигідно для влади з багатьох причин: 1) демонстрація дієвості урядової політики, 2) зниження попиту на іноземну валюту, 4) здешевлення коштів обслуговування зовнішнього боргу, 4) мінімізація коштів на індексацію заробітної плати у державному секторі та соціальних виплат. Останнім часом прикладом такого підходу є Аргентина. У грудні 2012 р. на рівні керівництва МВФ виникло питання про фальшування статистики інфляції. Офіційні дані стверджують, що інфляція в Аргентині не перевищила 10%, а незалежні експерти вважають, що споживчі ціни зросли на 25%²⁴. Якщо місцеві політики не вважають таку ситуацію загрозовою (мовляв, більшою проблемою, ніж “слабка статистика”, є втрата місця праці чи дому – головне, щоб заробітна плата зростала з вищим темпом, ніж споживчі ціни), то зарубіжних інвесторів хвилює обслуговування облігацій вартістю 38 млрд доларів, які індексовано стосовно інфляції (заниження показника інфляції означає втрати на рівні 7 млрд доларів). Експерти МВФ вважають, що також завищено показник зростання ВВП²⁵. Офіційні дані стверджують, що ВВП зріс на 8,9% у 2011 р., але справжній показник міг бути не вище 6%.

3. Емпіричні результати

З метою емпіричного тестування гіпотези про можливе стримування інфляції напередодні виборів та її прискорення відразу ж після завершення виборчої кампанії використано квартальні дані української економіки за період 1998–2012 рр. За допомогою методу двокрокових найменших квадратів з інструментальними змінними оцінено залежність динаміки споживчих цін від обмінного курсу і пропозиції грошової маси з врахуванням перед- і післявиборчої ситуації. Для врахування впливу політичних кампаній використано змінні *electiona* зі значенням 1 для двох кварталів, що передують виборчій кампанії (значення 1 для періодів 1997Q3–Q4, 1999Q2–Q3, 2001Q3–Q4, 2004Q2–Q3, 2005Q3–Q4, 2007Q1–Q2, 2009Q3–Q4), та *electionp* – зі значенням 1 для двох кварталів після виборів (1 для періодів 1998Q2–Q3, 2000Q1–Q2, 2002Q2–Q3, 2005Q1–Q2, 2006Q2–Q3, 2008Q1–Q2, 2010Q1–Q2). Вихідна гіпотеза полягає у тому, що інфляція знижується напередодні виборів, а відразу ж після завершення виборчої кампанії – прискорюється.

²⁴ Найбільш переконливі підстави для таких тверджень створює порівняння даних офіційної статистики та цін у найбільших супермаркетах. На підставі вивчення цін роздрібною торгівлі у п’яти країнах Латинської Америки за період з жовтня 2007 р. до березня 2011 р. А. Кавальйо стверджує, що немає жодних серйозних відхилень рівня і динаміки цін від даних офіційної статистики для Бразилії, Чилі, Колумбії і Венесуели, тоді як в Аргентині підвищення цін у найбільшій роздрібній торговельній мережі виявилось втричі вищим, ніж дані офіційної інфляції споживчих цін [10].

²⁵ За маніпулювання з макроекономічними даними Аргентині загрожує виключення з МВФ та групи G20 (рішення про виключення приймає Рада Директорів МВФ більшістю у 85% голосів). У 1954 р. з такої причини МВФ покинула Чехословаччина. Відповідне рішення з певністю означало б припинення доступу до світових фінансових ринків, який без того похитнувся після націоналізації нафтової компанії YPF, що належала іспанській компанії Repsol, та інформації щодо відмови від сплати боргу інвестиційним фондам Elliott Capital Management та Aurelius Capital Management.

Отримані результати виявилися такими:

$$\Delta \log P_t = 0,413 \Delta \log P_{t-1} + 0,211 \Delta \log E_t + 0,176 \Delta \log M_t - 0,013 \text{electiona}, \quad (1)$$

(4,32^{*}) (5,37^{*}) (3,60^{*}) (-1,80^{***})

$$R^2 = 0,35 \quad DW = 2,04 \quad ADF = -7,44^*$$

$$\Delta \log P_t = 0,336 \Delta \log P_{t-1} + 0,189 \Delta \log E_t + 0,141 \Delta \log M_t + 0,016 \text{electionp}, \quad (2)$$

(3,39^{*}) (4,75^{*}) (3,17^{*}) (2.30^{**})

$$R^2 = 0,34 \quad DW = 1,91 \quad ADF = -6,71^*$$

де P_t – індекс споживчих цін (1994=100), E_t – обмінний курс (грн за долар), а M_t – грошовий агрегат $M2^{26}$.

Головний емпіричний результат полягає у тому, що напередодні виборчих кампаній інфляція справді знижується, а після виборів – прискорюється (коефіцієнт при *electionp* виявився дещо вищим, ніж при *electiona*). Можна припустити, що вітчизняні вибори супроводжуються використанням адміністративних засобів стримування цін, а також підтриманням стабільності грошової одиниці. Як виявляють зроблені оцінки, кожен відсоток девальвації гривні супроводжується прискоренням інфляції у межах 0,19-0,21%, що відповідає подібним дослідженням для української економіки. Також підтверджено кореляцію між темпом зростання грошової маси та інфляцією; відповідний регресійний коефіцієнт передбачає прискорення динаміки споживчих цін на 0,15-0,17% при збільшенні грошової маси на 1%.

Виявлене післявиборче прискорення інфляції цілком може бути наслідком політично мотивованих змін в економічній політиці, як це виявлено для промислових країн [5; 6; 7; 15, с. 705–725] та окремих країн ЦСЄ [12]. З-поміж ймовірних механізмів немає підстав для пояснення вищої післявиборчої інфляції вимогами працюючих щодо заробітної плати, але цілком може йтися про намагання вітчизняних урядовців продемонструвати власну компетентність напередодні виборів, яке надалі вимагає післявиборчої корекції цін. Також підтверджено висновок Л. Шукнехта, що фіксований обмінний курс дозволяє маскувати негативні наслідки експансійної фінансової політики тимчасовим підтриманням стабільності грошової одиниці за допомогою втрати валютних резервів [18, с. 115-130].

Подібно для вітчизняних реалій зберігає актуальність висновок В Кастро і Ф. Вейга щодо як передвиборчих переваг стабільності грошової одиниці (це виглядає простим і зрозумілим індикатором компетентності діючої владної команди), так і можливості стабілізації цін за допомогою обмеження пропозиції грошової маси [9, с. 1-6]. На прикладі передвиборчої кампанії 2012 р. певні відмінності зі стандартними програмами фінансової стабілізації створює той факт, що передвиборче зменшення грошового “навісу” стало засобом нейтралізації підвищеного попиту на іноземну валюту. Водночас така ситуація могла мати вимушений характер, адже спробу збільшення пропозиції грошової маси наприкінці серпня – на початку вересня 2012 р. не можна розглядати інакше як намір використати попереднє зменшення надлишкової грошової маси для створення сприятливого монетарного “сюрпризу”.

²⁶ Як показує коефіцієнт детермінації R^2 , в обох регресійних рівняннях незалежні змінні пояснюють понад третину змін динаміки інфляції, що доволі високий показник для специфікації у перших різницях. Обидва тести – Дарбіна–Уотсона (DW) і Дікі–Фуллера (ADF) – засвідчують стаціонарність залишків регресійних рівнянь, що дозволяє адекватну інтерпретацію отриманих результатів.

4. Особливості цінової динаміки як одного з наслідків обмеження пропозиції грошової маси

Отримані результати не заперечують, що зменшення пропозиції грошової маси може бути елементом передвиборчого стримування інфляції, тим паче у контексті забезпечення стабільності грошової одиниці. Водночас цінова динаміка зразка 2011–2012 рр. виглядає занадто радикальною, щоб розглядатися самостійною ціллю урядової політики – засобом завоювання електоральних симпатій. Швидше за все йдеться про стрімке гальмування інфляції як “побічний продукт” монетарної політики НБУ, спрямованої на ліквідацію надлишкової пропозиції грошової маси, з метою запобігання ажіотажному збільшенню попиту на іноземну валюту. При цьому можливості проведення експансійної передвиборчої політики обмежено використанням засобів фіскальної політики, головним чином за допомогою збільшення видатків на соціальні цілі та підтримки економічних проектів на сприятливому регіональному електоральному полі²⁷.

З початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) гальмування вітчизняної інфляції співпало з виразним сповільненням грошової емісії практично до нуля – вперше за останнє десятиліття, проте з початку 2010 р. емісійну активність було оперативного поновлено, що призвело до перевищення майже вдвічі розрахункового показника інфляції над її фактичним значенням. З літа 2011 р. чергова зміна на користь рестрикційної монетарної політики спостерігається на тлі сповільнення динаміки споживчих цін.

До стрімкого зменшення надлишкової пропозиції грошової маси діючу владну команду безумовно схиляє негативний досвід літа-осені 2004 р., коли на тлі високого темпу зростання ВВП і додатного сальдо поточного рахунку за декілька тижнів до першого туру президентських виборів виник настільки потужний попит на іноземну валюту, що на початку жовтня долар “пропав” в обмінних пунктах. Дуже ймовірно, що паніку населення та бізнес-структур “підігрівав” досвід президентської кампанії 1999 р., коли відразу ж після виборів відбулася стрімка девальвація грошової одиниці. Інструментальним чинником ставала значна грошова емісія, а додатковим стимулом – зацікавленість експортерів та власників валютних активів у “слабкій” грошовій одиниці.

Міні-повтором ситуації з осені 2004 р. можна назвати події початку вересня 2012 р., коли порівняно незначна спроба збільшення грошової емісії позначилася настільки стрімким підвищенням попиту на іноземну валюту, що довелося вдатися до адміністративного впливу на валютний ринок. У вівторок, 4 вересня, на міжбанківському валютному ринку до середини сесії торги фактично зупинилися, оскільки не виявилося бажаючих продати іноземну валюту, а НБУ з інтервенціями не виходив, що зумовило “стрибок” обмінного курсу до 8,21 грн за долар. Упродовж 5-6 вересня обмінний курс зміцнився до 8,11-8,11 грн/дол., що стало наслідком масованого продажу іноземної валюти “Ощадбанком”, але відчуття валютного дисбалансу залишилося. Порівняно незначне знецінення гривні заледве на 2% викликало перебільшену (хоча й цілком передбачувану) реакцію учасників валютного ринку і населення. Від ажіотажного попиту в окремих обмінних пунктах відразу ж “пропав” долар, а висо-

²⁷ Зокрема, на початку 2012 р. під тиском влади вітчизняні металургійні та коксохімічні підприємства прийняли надлишки не найкращого вугілля з державних шахт, що мало на меті підтримку базового електорату зі східних регіонів (*Економічна правда*, 18 березня 2013 р.). Наслідком такої передвиборчої політики стала закупівля металургіями коксівного вугілля за кордоном.

ким посадовим особам довелося спішно пояснювати, що ж відбулося, і терміново заспокоювати ринок.

6 вересня 2012 р. тодішній віце-прем'єр-міністр України Сергій Тігіпко падіння курсу гривні до долара пояснив низкою обставин неекономічного характеру, а саме: вихідним у США (це не дозволило отримати валюту від американських банків) і страйком працівників німецької “Люфтганзи” – основного перевізника валюти. На третьому місці опинилося рефінансування кількох комерційних банків (ліквідність банківської системи зростає з 14-15 до 25 млрд грн), які відразу ж почали “розкручувати ситуацію”, що надало знеціненню гривні “політичного забарвлення”. 7 вересня прем'єр-міністр Микола Азаров заявив, що причиною дестабілізації на валютному ринку були спекуляції окремих банків. Колишній міністр фінансів Ігор Уманський нестачу долара пояснив емісією валютних облігацій українського уряду, які, мовляв, “вимили живі долари” з внутрішнього ринку, а також середньорічним прогнозом обмінного курсу на рівні 8,4 грн/долар, який закладено в бюджетні розрахунки на 2013–2014 рр. Народний депутат Олексій Плотников припустив, що коливання на валютному ринку є наслідком передвборчого психозу, який штучно нагнітається. Ще одне пояснення стосується зацікавленості експортерів у знеціненні грошової одиниці саме восени, коли настає час експорту зернових і виконання зарубіжних контрактів у металургійній галузі.

Проте найпереконливіше виглядає версія, що каталізатором підвищеного попиту на іноземну валюту стало надання значних обсягів річного рефінансування комерційним банкам, яке могло мати на меті підтримку ділової активності та надходжень в бюджет, але вийшло з-під контролю і мало не “обвалило” обмінний курс²⁸. Надання довгострокових позик рефінансування окремим банкам було сприйнято як сигнал, що розпочалася масована передвборча грошова емісія, а це могло завершитися за стандартною схемою: підвищений попит на іноземну валюту, девальвація грошової одиниці, ще більший попит на долари і євро, ще більша девальвація, аж доки валютний ринок не досягав власного “піку”, в покупців валютних активів не закінчувалася гривня, і виникали передумови для збільшення пропозиції іноземної валюти. Оскільки економіка перебуває в очікуванні “другої хвилі” кризових явищ²⁹, поява

²⁸ Зі слів Сергія Корабліна, директора департаменту аналізу і прогнозування грошово-кредитного ринку, 31 серпня 2012 р. НБУ після першого тендера на видачу довгострокового рефінансування на рік надав 3,825 млрд грн під 7,5% річних трьом комерційним банкам, у понеділок, 3 вересня, ці гроші були видані, а вже у вівторок частина цих коштів опинилася на валютному ринку, що й спровокувало “стрибок” обмінного курсу. Замість економіки, як очікувалося, гроші “пішли” на валютний ринок.

²⁹ Ще на початку липня Світовий банк знизив прогноз зростання ВВП України в 2013 р. з 2,5% до 2%. Головною причиною названо слабкість експорту, так що у другій половині 2012 р. економічне зростання буде підтримуватися за рахунок “фіскального стимулу” обсягом більше 2% ВВП, що передбачено змінами до держбюджету. Передбачається, що збільшення пенсій, зарплат та соціальних програм на тлі низької інфляції призведе до зростання споживчих витрат, але з одночасним збільшенням дефіциту бюджету. Наприкінці серпня 2012 р. про перегляд макроекономічного прогнозу на 2012 рік заговорив міністр економічного розвитку і торгівлі України Петро Порошенко. Попри посилення на бажання переконалися “наскільки стійкі склалися в економіці тенденції і наскільки серйозні побоювання, пов'язані з поганими погодними умовами липня, і чи можуть вони бути компенсовані поліпшенням погодних умов у серпні”, у перекладі на простішу мову це означає лише одне: економіка втратила висхідний тренд. Якщо у держбюджет на 2012 р. закладено прогноз зростання реального ВВП на 3,9% при інфляції 7,9%, то за підсумками семи місяців ВВП зріс лише на 2% при дефляції 0,1%. Серпневий консенсус-прогноз на підставі опитування експертів з 13 державних та неурядових організацій, передбачає зниження темпу зростання ВВП-2012 до 2,3%, хоча у квітні цей показник прогнозувався на рівні 3,2%, тоді як оцінка інфляції покращена з 8% до 5,8%. На 2013 р. прогнозується зростання ВВП до 3,6%. Водночас окремі експерти, як старший економіст Центру соціально-економічних досліджень

панічних настроїв стала цілком передбачуваним наслідком, тим паче у передвиборчому контексті.

Найімовірніше, що 3-4 вересня 2012 р. скуповувати валюту кинулися не ті банки, що отримали рефінансування (все-таки надворі не осінь 2008 р., коли таким чином банкіри свідомо “розхитували” обмінний курс на виконання відповідного політичного замовлення), а інші банківські установи, які діяли за простим принципом: хто перший, той кращий. Не виключено, що НБУ сподівався на плавне – до 8,10 грн за долар – зниження обмінного курсу (це пояснює брак валютних інтервенцій у понеділок, 3 вересня 2012 р.), але не було враховано психологію учасників валютного ринку, які вперто чекали на корекцію обмінного курсу гривні. Свідомо чи несвідомо, але С. Кораблін визнав, що після надання кредитів рефінансування трьом не названим комерційним банкам (мовляв, банківська таємниця), яке “розхитало” валютний ринок, деяке знецінення гривні передбачалося, але без такого драматизму, що позначився “зникненням” долара в обмінних пунктах та продажем значної кількості іноземної валюти³⁰. Станом на кінець 2012 р. стабільність гривні втримано, але коштом високої вартості кредитних ресурсів і зменшення валютних резервів – до 24,3 млрд доларів проти 38,2 млрд доларів у серпні 2011 р.

5. Потенційні довгострокові обмеження поточної економічної політики

Рішучість нинішнього керівництва НБУ щодо використання рестрикційної монетарної політики насамперед для підтримання передвиборчої стабільності гривні виглядає обґрунтованою, але може позначитися передевальвацією грошової одиниці у післявиборчій період, навіть попри досягнуте зменшення грошового “навісу”. По-перше, збільшення дефіциту бюджету з певністю вимагатиме його монетизації, що зруйнує монетарні підвалини грошової стабільності. По-друге, наслідком надто стрімкого гальмування інфляції стало рекордне підвищення процентної ставки, що загрожує стагнацією реального сектора. Якщо після виборів не відбудеться контрастного зниження процентної ставки, це стане ще однією причиною для відновлення експансійної монетарної політики.

Не виглядає переконливим твердження Ю. Колобова, що зниження інфляції стало індикатором відновлення довіри до економіки зокрема та грошової одиниці загалом. Неважко переконатися, що в міру гальмування інфляції баланс попиту-пропозиції на іноземну валюту аж ніяк не поліпшився (рис. 2). Як це не парадоксально, втрата довіри може бути наслідком зменшення грошового “навісу” коштом високої процентної ставки. Учасники ринку не вірять у здатність захистити стабільність грошової одиниці обмеженням пропозиції грошової маси, яке розглядається тимчасовим заходом – не більше.

CASE-Україна Володимир Дубровський стверджують про надходження “нової хвилі” кризових явищ, адже за останні роки нічого так і не зроблено для подолання залежності від експорту металургійної продукції. Замість ставки на традиційні галузі промисловості – металургію і нафтохімію, треба було поліпшувати інвестиційний клімат, заохочувати інвестиції, спрощувати податкову систему, диверсифікувати економіку. Проте влада зробила якраз навпаки – законсервувала великий бізнес, який надміру залежить від зовнішніх ринків.

³⁰ Підвищенню довіри до гривні не сприяла поведінка представників банківського сектора. Так, голова правління “Ощадбанку” Сергій Подрезов на запитання УНІАН про суму проданої валюти відповів: “Я не в курсі”. Також журналісти не отримали чіткої відповіді, яку валюту продавали – власні долари “Ощадбанку” чи надані НБУ. Зрозуміло, що втаємниченість сприймалася на користь американської валюти.

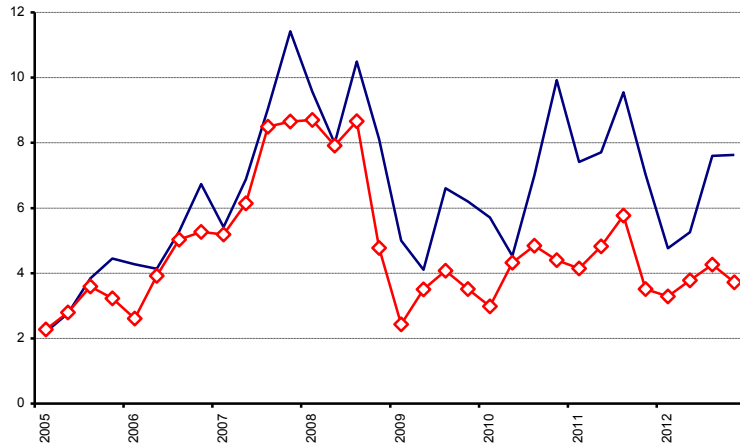


Рис. 2. Обсяги купівлі-продажу іноземної валюти в Україні, 2005–2012 рр.

Джерело: розраховано за даними НБУ

Високу премію від ризику найімовірніше вважати найголовнішим чинником стрімкого підвищення процентних ставок в Україні. Ставка за кредитами у реальному вимірі (з врахуванням інфляції) становила 5,5% влітку 2011 р., а на сьогодні становить понад 16%, що можна вважати одним із найвищих значень у світі³¹. Крім виразних політичних ризиків, зниженню процентної ставки перешкоджає невизначеність щодо шляхів поліпшення сальдо експорту-імпорту, триваюче зменшення валютних резервів і можливі труднощі обслуговування значного зовнішнього боргу (все це схиляє до очікувань девальвації гривні). Хоча НБУ шляхом зменшення пропозиції грошової маси і адміністративного регулювання стримує попит на іноземну валюту, девальваційні настрої залишаються і це перешкоджає зниженню процентної ставки, а відповідно – поживленню інвестиційної діяльності.

6. Висновки та узагальнення

Проведений аналіз продемонстрував, що в Україні виборчі кампанії зазвичай супроводжуються зниженням інфляції, а після виборів відбувається висхідна корекція цінової динаміки. Передвиборче гальмування інфляції може бути наслідком як посиленого адміністративного регулювання цін, так і зменшення пропозиції грошової маси в намаганні уникнути ажіотажного попиту на іноземну валюту. Зі свого боку, відповідна поведінка фізичних і юридичних осіб ґрунтується на ретроспективному досвіді попередніх виборчих кампаній, коли передвиборче збільшення дефіциту бюджету трансформувалося у післявиборче знецінення грошової одиниці. Рестрикційна монетарна політика дозволяє послабити передвиборчий ажіотаж на валютному ринку, але призводить до підвищення процентної ставки, що може означати перенесення макроекономічних труднощів, включно з прискоренням інфляції та девальвацією грошової одиниці, на післявиборчий період.

³¹ Для прикладу: реальна вартість кредитних ресурсів у країнах ЦСЄ значно нижча. Влітку 2012 р. цей показник становив у Польщі 2,8%, Чехії – 4,7%, Угорщині – 3,2%.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Колобов Ю. Монетарні параметри розвитку економіки України / Ю. Колобов // Вісник НБУ. – 2012. – № 4. – С. 3-7.
2. Післякризовий розвиток економіки України: засади стратегії модернізації. – К.: НІСД, 2011. – 66 с.
3. Шевчук В. Монетарні чинники післякризового гальмування інфляції в Україні, 2010-2011 рр. / В. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір: Збірник наукових праць. – Вип. 2 (94) / Кравців В. С. (ред.). – Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2012. – С. 7-16.
4. Agenor, P.-R., and Asilis, C. M. Price controls and electoral cycles // *European Journal of Political Economy*. – 1997. – Vol. 13. – No. 1. – P. 131-142.
5. Alesina, A., and Roubini, N. Political cycles in OECD economies // *Review of Economic Studies*. – 1992. – Vol. 59. – Issue 4. – P. 663-688.
6. Alesina, A., Cohen, G.D., and Roubini, N. Macroeconomic Policy and Elections in OECD Democracies // *Economics & Politics*. – 1992. – Vol. 4. – Issue 1. – P. 1-30.
7. Alesina, A., Roubini, N., and Cohen, G.D. *Political Cycles and the Macroeconomy*. – Cambridge, Mass.; London: MIT Press, 1997. – 314 p.
8. Barro, R., and Gordon, D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // *Journal of Monetary Economics*. – 1983. – Vol. 12. – No. 1. – P. 101-121.
9. Castro, V., and Veiga, F. Political business cycles and inflation stabilization // *Economics Letters*. – 2004. – Vol. 83. – No. 1. – P. 1-6.
10. Cavallo, A. Online and Official Price Indexes: Measuring Argentina's Inflation // MIT Sloan Research Paper No. 4975-12. – Cambridge, Mass.: MIT, 2012. – 38 p.
11. Chappell, H., and Gonçalves Veiga, L. Economics and elections in Western Europe: 1960-1997 // *Electoral Studies*. – 2000. – Vol. 19. – P. 183-197.
12. Duch, R. Information Pre-requisites to Economic Voting in Consolidating Democracies, Paper presented at the Workshop on Political Institutions "Intermediaries Between Economics and Politics at the European Consortium of Political Research. – Mannheim, 1999. – 25 p.
13. Hallenberg M., and Souza, L.-V. The Political Business Cycles in EU Accession Countries, Tinbergen Institute Discussion Paper No. TI -2000-085/2. – Amsterdam: Tinbergen Institute, 2000. – 32 p.
14. Jula, D. Economic impact of political cycles – the relevance of European experiences for Romania. – Paris: Universite Pantheon-Sorbonne, 2001. – 54 p.
15. Grtner, M. The election cycle in the inflation bias: evidence from the G-7 countries // *European Journal of Political Economy*. – 1999. – Vol. 15. – No. 4. – P. 705-725.
16. Kydland, F., and Prescott, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *The Journal of Political Economy*. – 1977. – Vol. 85. – Issue 3. – P. 473-492.
17. Nordhaus, W. The Political Business Cycle // *Review of Economic Studies*. – 1975. – Vol. 42. – No. 2. – P. 169-190.
18. Schuknecht, L. Fiscal policy cycles and public expenditure in developing countries // *Public Choice*. – 2000. – Vol. 102. – Issue 1-2. – P. 115-130.