



Special Report 3

Вызовы, стоящие перед Национальным банком Украины

В октябре 2014 года в Украину приезжает специальная миссия МВФ, которая будет работать над реформированием валютного рынка. 17 сентября Национальный банк Украины (НБУ) утвердил [Основные направления денежно-кредитной политики](#), главной задачей становится снижение инфляции до 9% в 2015 г. и до 5% в 2017 г. посредством перехода к режиму инфляционного таргетирования к середине 2015 года. В условиях нестабильности нормализация монетарной политики будет особенно сложной.

В чем состоят основные направления

Национальный банк видит задачи политики на 2015 год в следующей последовательности: стабилизация валютного рынка, регулирование инфляции через денежное предложение, регулирование инфляции через ставки денежного рынка с допущением валютных интервенций в чрезвычайных ситуациях.

Напомним, что Центральный Банк России преодолевал путь к таргетированию инфляции в течение как минимум трех лет, при этом постоянно пересматривая целевые ориентиры по инфляции во многом из-за тарифов на электроэнергию и воду. По программе МВФ повышение тарифов в Украине ожидается гораздо более значительным, чем 15%, которые были введены в России. Поэтому Нацбанк заявляет,

что будет принимать во внимание эффект экономических реформ, которые «временно» будут препятствовать достижению целевого ориентира (в 9% на 2015 год).

Хотя рынки в целом смогут принять более длительный переход к таргетированию инфляции, чем указано в официальных документах (мировая практика все-таки говорит о том, что на это уходят годы, и самое главное – это уверенность в намерениях регулятора), стабилизация валютного рынка требует иного подхода. В академических кругах признано, что «ползущей девальвации» не бывает, и если рынки усомнятся в валюте, обвал происходит быстро. Но, похоже, Нацбанк продолжает игнорировать мировой опыт и заявляет о возможности введения дополнительных ограничений на валютный рынок. Уже сегодня операции с валютой происходят под строжайшим контролем НБУ: экспортеры продают валютную выручку практически сразу и все 100%, депозиты населению могут выдаваться только в гривнах, за покупку наличной валюты платятся 0,5% отчисления в Пенсионный фонд, а импортеры или фирмы с зарубежными займами могут заплатить за товар или по долгу, только если их банк получит доллары в аукционах Нацбанка на основе предоставленных документов. Ограничения редко приводят к повышению доверия, а вот работающая система гарантирования вкладов и более высокие ставки по гривневым депозитам могут вернуть население к гривне – но особых изменений в этом плане нет: банки платят 10% по валютным и 20–30% по гривневым депозитам.

Далее мы подробнее рассмотрим основные вызовы.

Побочные эффекты реформ на инфляцию

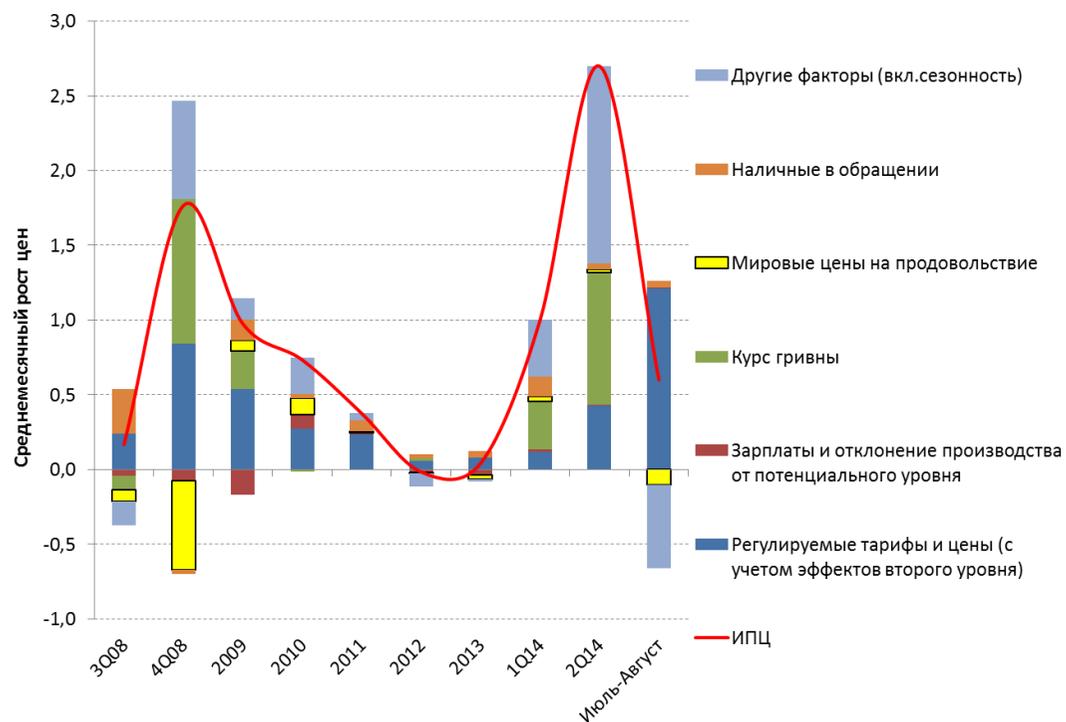
9% по инфляции выглядят нереалистичными в свете тарифных реформ.

Мы разработали базовую модель инфляции, которая разбивает цены на две компоненты: регулируемые (тарифы, образование, алкоголь) и другие. Так как уровень роста регулируемых цен определяется правительством, регрессия была построена для нетарифной компоненты. В качестве объясняющих переменных мы взяли рост зарплат (2-месячный лаг), курс гривны (лаг в один месяц), наличные в

обращении (9 месяцев), мировые цены на продовольствие, регулируемые тарифы (ввиду их влияния на другие цены), а также отклонение производства от потенциального уровня.

В Украине девальвация валюты быстрее отражается в ценах; превышение выпуска над потенциальным имеет гораздо более сильный эффект, чем его замедление ниже потенциала; регулируемые тарифы оказывают значительные эффекты второго уровня (10%-ное повышение тарифов, при весе в корзине около 20%, приведет примерно к 2,8 п. п. увеличения инфляции).

Среднемесячный прирост цен и факторы, которые его объясняют



Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ, НБУ, УкрСтат.

Таким образом, если правительство будет придерживаться плана по сближению тарифов для населения к рыночным ценам, то, например, ожидаемая 40%-ная индексация тарифов разгонит инфляцию до 11,2%, а замедление экономики и роста зарплат не сможет в значительной мере это компенсировать, особенно, если произойдет дальнейшая девальвация.

Груз «священных коров»

События вокруг Нафтогаза и валютного рынка в целом не вызывают оптимизма по поводу готовности НБУ к реформам.

Неофициально двумя «священными коровами» в экономике Украины являются обменный курс и Нафтогаз. На первый взгляд, не очень связанные явления, но по сути оказывающие сильное воздействие друг на друга. Например, в рамках программы МВФ одобрил закупку Нафтогазом валюты для оплаты долгов перед Газпромом. При дневном обороте межбанковского валютного рынка в 200–300 миллионов долларов, 5-миллиардная задолженность вызвала краткосрочную панику – до тех пор, пока НБУ не объявил, что будет продавать валюту напрямую. Кроме того, совсем недавно НБУ удалось «убедить» МВФ, что необходимо также продавать Нафтогазу валюту напрямую и для закупки газа по реверсу из Европы. Такая продажа валюты напоминает о практике размещения депозитов НБУ в банках для покупки облигаций Нафтогаза и вызывает вопрос о серьезности намерений властей реформировать газотранспортную систему. Без реформ же Нафтогаз и впредь будет показывать убытки, которые будут компенсироваться из бюджета.

Во многих развивающихся странах курс валюты служит ориентиром того, что происходит в экономике. В Украине это выражено явно в большей степени, особенно после кризиса 2009 года. В отличие от России, НБУ не воспользовался моментом, чтоб начать переход к плавающему валютному курсу, и поэтому продолжил поддерживать гривну на определенном уровне. В условиях фиксированных валютных курсов легче накопить дисбалансы, которые в дальнейшем будут отражаться на всей экономике; плавающие валютные курсы позволяют разделить бремя шоков и/или дисбалансов

между валютным рынком и другими секторами экономики. Эту истину НБУ отказывался принимать, что в результате привело к исчерпанию резервов до уровня ниже минимума в 3 месяца импорта – еще до начала военных действий.

В условиях жестких ограничений на покупку валюты рациональным поведением было бы приобретение долларов при любой возможности. Поэтому при введении дополнительных ограничений НБУ должен продумывать то, как эти ограничения будут сниматься. Россия сняла ограничения на конвертацию валюты в 2006 году – после нескольких лет стабильности и бума, вызванного ростом цен на нефть, – поэтому резкого скачка курса это не вызвало. По прогнозам самого НБУ, экономика Украины в 2015 году вырастет лишь на 1%, в основном за счет эффекта низкой базы. Вероятнее всего, условия для либерализации валютного рынка будут не самыми благоприятными. И скорее всего, НБУ будет использовать возможности для дальнейших ограничений, а не для проведения реформ.

Информационная война

Регулирование – это доверие и прозрачность.

Про достижимость целей по инфляции и про оптимальную монетарную политику можно спорить долго. Неопровержимой истиной же является то, что успех политики в первую очередь строится на доверии к Центральному банку. В Украине же время от времени распространяются слухи об отставке главы НБУ, а регулятор сам иногда ставит под сомнение прозрачность своих операции (например, пресс-релизами, такими как «Правление НБУ приняло решение про выдачу двум системно значимым банкам стабилизационных кредитов» – без упоминания названий). И хотя НБУ проводит еженедельные встречи с руководителями 40 банков, многие решения, видимо, принимаются без консультаций с ними. Все же остается надежда, что к голосам таких представителей международного сообщества, как миссии МВФ, правление НБУ будет прислушиваться в большей степени, чем к поколениям старых экспертов, которые пытаются влиять на курс нормами по продаже валютной выручки, которая, как известно, ни к каким изменениям платежного баланса не ведет.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики».

При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование подготовлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году