

Тетяна ЗАПАРАНЮК

## ПРІОРИТЕТНІСТЬ ЦІЛЕЙ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

*Розглянуто особливості вибору пріоритетних цілей грошово-кредитного регулювання центрального банку через порівняння механізмів реалізації, переваг і недоліків різних режимів монетарної політики. Обґрунтовано пропозиції щодо вибору оптимального режиму на сучасному етапі економічного розвитку з урахуванням кризових явищ на фінансових ринках.*

Ключові слова: *центральный банк, монетарна політика, фінансова криза, грошово-кредитне регулювання, режим монетарної політики, інфляційне таргетування, таргетування валютного курсу.*

В сучасних умовах світової фінансової кризи одним із головних завдань державного регулювання економічних процесів в Україні є розробка і запровадження нових підходів та інструментів задля підвищення ефективності грошово-кредитної політики. Забезпечення цінової, фінансової і макроекономічної стабільності у нашій державі є необхідною передумовою сталого економічного зростання та соціальної захищеності населення, що вимагає пошуку оптимальних шляхів регулятивного впливу з боку держави на монетарну сферу, яка виступає основою ресурсного забезпечення господарської діяльності та неперервності розширеного відтворення. За таких обставин *актуальність дослідження проблем* вибору пріоритетних цілей грошово-кредитного регулювання економіки визначається насамперед його роллю як найважливішого засадничого чинника у реалізації комплексу антикризових заходів на рівні центрального банку країни, дія яких поширюється на все національне господарство.

Вивченню проблем теоретичних і методологічних засад вибору цільових орієнтирів монетарної політики присвячено наукові *праці вітчизняних і зарубіжних науковців*: О. Дзюблюка, В. Міщенко, С. Моїсєєва, А. Мороза, С. Науменкової, О. Петрика, М. Пуховкіної, Л. Рябіної, М. Савлука, В. Стельмаха, О. Улюкаєва, Р. Шахновича [1; 2; 4; 5; 6; 7; 8; 9; 10]. Незважаючи на практичний досвід щодо монетарного впливу на перебіг економічних процесів, набутий за час економічних реформ в Україні, невирішеною проблемою є те, що на сьогодні бракує дієвих механізмів подолання кризових явищ у фінансовому секторі загалом і банківській системі зокрема, що вимагає глибокого теоретичного осмислення та практичного вивчення новітнього світового досвіду реалізації грошово-кредитної політики, пошуку нових, адаптованих до українських реалій монетарних інструментів державного регулювання економіки.

*Мета цього дослідження* – виявлення оптимальних напрямків впливу інструментів монетарної політики відповідно до встановлених пріоритетів економічного розвитку через вибір найбільш адекватного режиму грошово-кредитного регулювання з урахуванням чинників глобальної фінансової нестабільності.

Із початком світової фінансової кризи національні економіки практично усіх країн

вступили в період невизначеності, для якого і надалі будуть притаманні і регіональні, і глобальні фінансово-економічні кризи як іманентні ознаки нового економічного порядку. У цих глобальних коливаннях стійким може бути тільки суспільний розвиток, який спирається на такі інституційні механізми, як: конкурентоздатна економіка, збалансована соціальна структура і ефективна політична система, розвинений внутрішній ринок, національний виробничий комплекс, котрий повною мірою використовує потенціал транснаціонального капіталу і котрий гарантує економічну безпеку країни. Роль центрального банку за таких обставин полягатиме у правильному обранні пріоритетів впливу грошово-кредитної політики у такий спосіб, щоб досягти оптимального поєднання і розвитку цих механізмів, що забезпечуватимуть дієздатність нашої держави як суб'єкта світової економіки, а самого центрального банку – як ключового інституту реалізації державної економічної політики на національному рівні.

Основним завданням інституту центрального банку, що максимально відповідає інтересам економіки і можливостям держави, є досягнення і підтримання низького рівня інфляції. Визнання цього факту призвело до того, що за останні двадцять років десятки країн у різних частинах світу, відмінних між собою за рівнем і характером економічного розвитку, перейшли до моделі грошово-кредитної політики, заснованої на виборі в якості цільового орієнтира темпів інфляції. Хоча насправді правильний вибір найбільш оптимального цільового орієнтира монетарної політики передбачає дії центрального банку із таргетування одного із трьох основних макроекономічних параметрів: грошової маси, рівня інфляції або валютного курсу [1, 15]. Це передбачає можливість використання одного із трьох основних режимів монетарної політики: 1) монетарне таргетування, яке спрямоване на підтримання заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства; 2) валютне таргетування, що передбачає підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти відносно певної іноземної валюти або кошика валют; 3) інфляційне таргетування, що означає обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики.

Утім, саме зменшення рівня інфляції та боротьба із знеціненням національної валюти визнається більшістю економістів у якості головної тактичної цілі монетарної політики, без реалізації якої не може бути забезпечено стабільний економічний розвиток країни, бо всі майнові інтереси суб'єктів ринку базуються на грошовому вимірі [2, 209].

Проте успішність антиінфляційної політики залежить від багатьох чинників, які визначаються зокрема параметрами макроекономічної ситуації й особливостями розвитку тієї або іншої країни. Так, розвинені і орієнтовані переважно на внутрішній ринок економіки функціонують принципово інакше, аніж невеликі, такі, що характеризуються високим рівнем відкритості країни, що розвиваються, як і у випадку із нашою країною. Якщо перші можуть дозволити собі абстрагуватися від динаміки обмінного курсу і орієнтуватися переважно на темпи інфляції і економічного зростання, то другі – ні. Відмінності у характері грошово-кредитного регулювання при цьому визначаються також вибором інструменту (або проміжної мети) грошово-кредитної політики. Центральні банки розвинених країн переважно використовують для цього відсоткові ставки. Країни, що розвиваються, і країни з перехідною економікою як і раніше багато в чому спираються на контроль грошової пропозиції і валютного курсу, що пов'язано із недостатнім рівнем розвитку їхніх фінансових ринків і банківських систем у цих країнах.

В Україні хоча і декларується в Основних засадах грошово-кредитної політики,

що “застосування гнучких механізмів курсоутворення матиме наслідком поступову втрату обмінним курсом статусу якоря грошово-кредитної політики, а курсова динаміка підпорядковуватиметься завданням нівелювання зовнішніх ризиків стабільності грошової одиниці” [3, 3], проте на практиці реалізується політика таргетування саме валютного курсу. Потрібно зазначити, що більшість країн на етапі проведення ринкових економічних реформ (зокрема Угорщина, Польща, Чехія та Словаччина) обрали саме цей простий і зрозумілий режим грошово-кредитної політики – таргетування валютного курсу [4, 55].

Цей режим монетарної політики володіє рядом переваг. По-перше, номінальний якір цільового показника валютного курсу фіксує темп інфляції для товарів та послуг і таким чином сприяє безпосередньому контролю над інфляцією. Це визначає високий рівень інформативності цієї політики для суспільства, оскільки валютний курс – це “номінальний якір”, за яким легко спостерігати. По-друге, якщо існує довіра до цільового показника валютного курсу, то це прив’язує інфляційні очікування до темпу інфляції в тій країні, до валюти якої прив’язана національна валюта, тобто це знижує інфляційні очікування в країні, яка робить таку прив’язку своєї національної валюти. По-третє, таргетування валютного курсу забезпечує автоматичне правило для проведення грошово-кредитної політики, яке вирішує проблему тимчасової неузгодженості. Відповідно до цього правила грошово-кредитна політика стає більш жорсткою, коли виникає тенденція до знецінення національної валюти, або навпаки послаблюється, коли виникає тенденція до підвищення курсу національної валюти. По-четверте, таргетування валютного курсу володіє важливою перевагою простоти і ясності, що робить цей режим цілком зрозумілим для громадськості, визначаючи високу довіру суб’єктів господарювання до макроекономічних показників.

Згодом усі згадані вище країни відмовилися від цього режиму монетарної політики з огляду на його надмірну залежність від зовнішньоекономічних чинників. Це було пов’язано із тим, що у них був значно вищий рівень інфляції порівняно із США або із Західною Європою, тобто країнами-емітентами валют прив’язки. Крім того, слабка фіскальна політика, котра була недостатньо орієнтована на зниження інфляції, призводила до того, що грошово-кредитна політика виявилася чи не єдиним способом стримування інфляції, виявом чого стала надмірна жорсткість монетарної політики з природними наслідками щодо обмеження кредитування реального сектору економіки, що негативно позначалося на загальній динаміці економічного розвитку і зниженні конкурентоздатності національного господарства. Також результатом цієї жорсткої монетарної політики стало підвищення відсоткових ставок і, як наслідок, в умовах фіксованого валютного курсу – масований приплив іноземного капіталу, в тому числі і спекулятивного з усіма негативними наслідками для стабільності фінансової системи країни загалом, змушуючи центральні банки витратити багато коштів на стерилізацію припливу цього капіталу. Потрібно відзначити, що саме така політика посилює ризики дестабілізації фінансової системи внаслідок світових валютних криз, що і виявилось яскравим прикладом в Україні починаючи із жовтня 2008 р.

Водночас виникає питання, чи достатніми є макроекономічні передумови переходу до режиму інфляційного таргетування, які визначають: нівелювання зовнішніх ризиків стабільності грошової одиниці, транспарентність функціонування валютного ринку, стабільне низькоінфляційне середовище, підвищення конкурентних переваг національного виробництва, стабільність банківської системи, перехід до нових технологічних укладів із збільшенням частки доданої вартості в структурі вітчизняного

виробництва. Тобто такі передумови, які визначають забезпечення стабільності національної грошової одиниці у довгостроковій перспективі.

Аналізуючи зміну пріоритетності цілей грошово-кредитної політики центральних банків країн Центральної і Східної Європи щодо переходу до режиму таргетування інфляції, потрібно чітко розуміти, що такий перехід був визначений дією певних чинників, що визначали об'єктивні економічні потреби, наявність яких і зумовила прийняття відповідних рішень щодо зміни тактичних цілей монетарної політики. До таких чинників належать, зокрема, такі.

По-перше, незалежність центрального банку, що визначається насамперед відсутністю потреби при визначенні цілей монетарної політики враховувати пріоритети бюджетної політики. Незалежність центрального банку саме в такому розумінні може бути поставлена під сумнів двома обставинами: з одного боку, значним зовнішнім боргом, а, відтак і необхідністю значних витрат на його покриття, а з іншого боку, традиціями "фіскального домінування", котре із часом перетворюється радше на правило, аніж на виняток, оскільки в умовах недостатнього рівня розвитку фінансових ринків уряду доводиться запозичувати у центральному банку. Відтак відсутність відповідного тиску з боку фіскальної влади на владу грошову визначає об'єктивні передумови зміни пріоритетів монетарної політики держави.

По-друге, унаслідок проведення ринкових перетворень економічної системи зростає роль чинника так званої "модельної невизначеності", яка в країнах з перехідною економікою значно вища, ніж в індустріально розвинених країнах. У зв'язку з цим є великі проблеми правильного оцінювання того, як зміни таких інструментів грошово-кредитної політики, як процентна ставка, рефінансування, валютно-курсова політика або політика обов'язкових резервів, впливають на інфляцію, які існують часові лаги грошово-кредитної політики; як інфляція реагує на зміни таких економічних параметрів, як заробітна плата, рівень безробіття, використання виробничих потужностей. Тому одним із напрямків подолання такої невизначеності є використання в якості пріоритетної цілі монетарної політики забезпечення низьких темпів інфляції і зосередження на цьому основних інструментів грошово-кредитного регулювання.

По-третє, встановлення інфляції в якості цільового орієнтира монетарної політики може на певному етапі вступити в конфлікт з іншим номінальним якорем грошово-кредитного регулювання – таргетуванням валютного курсу. Несумісність цих цільових орієнтирів монетарної політики центрального банку пов'язана з тим, що неможливо визначати в якості цільового орієнтира інфляції такий її рівень, який би відрізнявся від інфляції в тій країні, до валюти якої прив'язана дана національна валюта. Використання гнучкого валютного курсу суттєво послаблює це обмеження, але у разі розбіжності в цільових пріоритетах монетарної політики перевага віддається центральним банком саме орієнтиру інфляції, а не валютному курсу.

При цьому потрібно розуміти, що власне таргетування інфляції, яке передбачає стратегію дій центрального банку щодо нарощування грошових агрегатів відповідно до цільового показника інфляції, потенційного зростання виробництва і довгострокового значення швидкості обігу грошей, в якості режиму монетарної політики має як свої переваги, так і недоліки. Серед переваг потрібно відзначити:

– можливості забезпечення гнучкої валютно-курсової політики центрального банку, що послаблює його залежність від зовнішньоекономічних чинників впливу, в т. ч. тиску спекулятивних потоків капіталу, залежності експортно-орієнтованого виробництва від кон'юнктури зовнішніх ринків, динаміки імпорتنих поставок;

– довіра з боку населення до політики центрального банку, що визначається публічним оголошенням середньострокових кількісних цілей щодо інфляції і відповідальністю центрального банку за досягнення вказаних параметрів цінової динаміки;

– посилення прозорості стратегії монетарної політики шляхом комунікації із громадськістю та ринками щодо планів, цілей та рішень монетарної влади;

– створення умов для збалансованого розвитку усіх секторів і галузей економіки, чому сприяє стабільність вартості національної грошової одиниці і полегшення довгострокового планування інвестиційних проектів.

Водночас недоліками інфляційного таргетування у якості режиму монетарної політики є такі:

– вплив на динаміку інфляції чинників, які не контролюються центральним банком і за які він не може відповідати, наприклад зовнішні шоки, обмінний курс, структурні чинники;

– послаблення гнучкості монетарної політики унаслідок того, що всі дії центрального банку і використання його інструментів підпорядковані лише меті забезпечення внутрішньої цінової стабільності;

– використання короткострокових процентних ставок в якості головного інструменту грошово-кредитної політики для забезпечення зростання цін у межах установленого діапазону, що не завжди можна реалізувати на практиці з урахуванням недостатньої дієвості даного інструмента на ринках, що розвиваються, і значної волатильності процентних ставок на них;

– використання індексу споживчих цін як індикатора інфляції, що не завжди коректно, адже цей індекс виражає зростання цін не лише під впливом монетарних чинників, але й під впливом структурної, імпортованої інфляції, а також підвищення цін унаслідок монополізації економіки;

– обмеження можливостей стимулювання економічного зростання і зниження безробіття внаслідок того, що інструменти реалізації експансіоністської грошово-кредитної політики можуть суперечити цілям забезпечення низьких темпів інфляції через розширення внутрішнього кредиту і нарощування грошових агрегатів;

– наявність значного часового лагу між застосуванням інструментів грошово-кредитної політики центрального банку і змінами відповідних макроекономічних параметрів, у т. ч. і загального рівня цін, унаслідок чого доволі важко прогнозувати, як саме позначиться інструментарій центробанку на досягненні відповідних орієнтирів.

Отже, інфляційне таргетування не засновується на об'єктивних взаємозв'язках і взаємозалежностях між макроекономічними показниками. Умовою ефективної реалізації цього режиму монетарної політики є стійкість і збалансованість ринкових процесів, які спостерігались в економічній системі за минулий період. Відповідно і можливості їхньої зміни не враховують центральні банки, які оголосили про перехід до таргетування інфляції.

З огляду на зазначені обставини зміна пріоритетності серед цілей монетарного регулювання в Україні шляхом переходу Національного банку до режиму інфляційного таргетування на сьогодні ще немає достатніх об'єктивних передумов. Адже остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, що передбачає створення макроекономічних, фінансових та інституційних умов: макроекономічної та фінансової збалансованості, поступового переходу до режиму вільного плавання обмінного курсу,

достатнього рівня розвитку ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням. Відсутність цих умов лише посилить і без того наявні недоліки режиму інфляційного таргетування та зумовить зниження ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України як дієвого інструменту макроекономічного регулювання. Крім цього, перехід Національного банку України до таргетування інфляції може значно посилити ризики макроекономічної нестабільності, пов'язані передусім із різкими коливаннями обмінного курсу гривні та посиленням впливу зовнішніх шоків на механізм реалізації грошово-кредитної політики.

Так, на сьогодні значна роль регульованих державою цін і тарифів, котрі перебувають за межами впливу грошової сфери і Національного банку України у формуванні індексу споживчих цін, робить перехід до політики таргетування інфляції практично неможливим. І це доповнює вже наявні недоліки цього режиму навіть у розвинутих економіках, що визначається ефектом асиметрії у змінах рівня цін та відповідних цінових індексів, тобто наявності негнучкості цін у бік зниження як явища, при якому підвищення загального рівня цін відбувається легше, ніж його зниження. Йдеться не лише про негнучкість заробітної плати, рівень якої контролюється профспілками і становить значну частку загальних видатків підприємств, але й про монопольну владу окремих економічних агентів на певних ринках, що дає їм можливість протидіяти зниженню рівня цін у період спаду попиту. Нееластичність цін у бік зниження визначає нерівноважний стан відповідних ринків, а відтак суттєво обмежує можливість впливу грошово-кредитної політики центрального банку на цінову динаміку загалом.

З урахуванням останніх подій, пов'язаних із кризовими явищами на світових фінансових ринках, коли динаміка обмінного курсу стала чи не найголовнішим індикатором макроекономічної стабільності практично для всіх суб'єктів ринку, потрібно розуміти, що Національний банк сьогодні не може відмовлятися від політики керованого плавання валютного курсу на користь інфляційного таргетування ще і через інші важливі причини: по-перше, може значно знецінитись гривня, зовнішня вартість якої зазнає суттєвого впливу з боку негативних тенденцій у стані платіжного балансу країни; по-друге, різка відмова від керованого плавання може зумовити зміну привабливості активів, номінованих в іноземній валюті і визначає зростання курсових ризиків для потенційних інвесторів; по-третє, коливання обмінного курсу негативно позначаються на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції.

Потрібно розуміти, що якщо використовувати тільки грошово-кредитні інструменти реалізації монетарної політики в якості засобів боротьби із інфляцією, то це може негативно позначитися на динаміці економічного зростання. У розвинутих економічних системах рівноважний стан грошових і товарних ринків визначає, що при загальному збільшенні цін зростає і випуск продукції, а відтак не завжди зрозуміло, який саме рівень інфляції в країні потрібно вважати оптимальним. Наприклад, з точки зору Національного банку, для сучасного стану економіки України адекватним є рівень інфляції в "однознаковому" вимірі. Це дає можливість поєднувати вирішення завдань підтримання динамічного розвитку і структурної перебудови економіки з підвищенням життєвого рівня і добробуту населення. Проте сам же Національний банк визнає, що основними чинниками інфляційних процесів і їхньої високої волатильності залишаються немонетарні чинники, які перебувають поза впливом заходів грошово-кредитної політики і належать до компетенції уряду.

Відтак будь-які спроби прив'язати грошово-кредитну політику до цінової стабільності за нинішньої структури економіки матимуть доволі сумнівні перспективи успішної реалізації, а Національному банку доведеться лише жорстко обмежити грошову пропозицію, що приведе передусім до скорочення виробництва та економічної стагнації. Утім саме довгострокове економічне зростання на основі успішно проведених структурних реформ, як це показує світовий досвід, у перспективі стає обмежувальним чинником для цінової динаміки. Це пов'язано із тим, що чим вища ефективність виробництва, тим більша частка приросту грошової маси спрямовується не на інфляційне зростання, а на інвестиційне забезпечення зростання продуктивності праці. Обмежувальна монетарна політика не може цьому сприяти, позаяк негативно позначається на інвестиційній активності і робить неможливим підвищення економічної ефективності.

Отже, перехід до інфляційного таргетування від таргетування валютного курсу в якості номінального якоря грошово-кредитної політики може відбутися тільки за наявності об'єктивних макроекономічних передумов і структурних зрушень у національному господарстві нашої країни. Хоча в якості кінцевої мети обрання стратегічних пріоритетів монетарної політики Національного банку не можна заперечувати неминучість такого переходу.

У якості заходів оптимізації вибору режиму монетарної політики можна також було б запропонувати не одночасний, одномоментний перехід на таргетування інфляції, а поступову плавну відмову від фіксації валютного курсу і переходів до режиму "повзучої" прив'язки спочатку до однієї валюти, а згодом і до корзини валют із заздалегідь оголошуваним щомісячним темпом девальвації. Одночасно можуть послаблюватись обмеження на відхилення фактичного валютного курсу від рівня фіксації. І тільки після завершення комплексу стабілізаційних, антимонопольних та інших важливих регулятивних заходів можна вести мову про запровадження режиму інфляційного таргетування. Оцінювання практичного досвіду використання різних режимів монетарної політики дає змогу стверджувати, що єдиним і головним критерієм застосування режиму інфляційного таргетування є послідовне зниження темпів інфляції в країні і забезпечення внутрішньої стабільності національної грошової одиниці. Без створення об'єктивних макроекономічних передумов для переходу до такого режиму успішність досягнення відповідних цільових орієнтирів грошово-кредитної політики буде поставлена під сумнів.

Отже, необхідно наголосити, що питання вибору оптимальних інструментів грошово-кредитної політики відповідно до обраних пріоритетів серед цілей монетарного регулювання має бути одним із ключових при створенні ефективно діючого механізму антикризового реагування з боку державних інститутів на ті виклики, які визначає глобалізація економічних процесів і пов'язані із ними ризики для національного господарства. Грошово-кредитна політика повинна бути скоординована з бюджетною і економічною політикою загалом і спрямована не тільки на стабільність гривні, але і на монетарне забезпечення інвестиційно-інноваційного розвитку економіки, чому має сприяти стабільність як внутрішньої, так і зовнішньої вартості національної грошової одиниці. Тільки за таких обставин дієвість заходів монетарного регулювання визначатиметься не лише у грошовій сфері, а й виявлятиметься через забезпечення стійких темпів соціально-економічного розвитку країни у довгостроковій перспективі.

### Література

1. Дзюблюк О. В. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 1. – С. 8–16.
2. Рябініна Л. М. Чи є в Україні грошово-кредитна політика? // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 205–213.
3. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік // Схвалено Радою Національного банку України (рішення від 10 вересня 2009 р. № 10). – 7 с.
4. Шахнович Р. М. Денежная политика стран Центральной и Восточной Европы: поиск оптимального режима // Финансы и кредит. – 2010. – № 41. – С. 55–64.
5. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
6. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
7. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Наук.-аналіт. матеріали. Вип. 9. / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик та ін. – К.: Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
8. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: Монограф. – К.: Університет банківської справи, Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 384 с.
9. Улюкаев А. В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. – М.: Дело, АНХ, 2008. – 208 с.
10. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; За ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.

Редакція отримала матеріал 4 лютого 2011 р.