

# Міжнародна дослідницька конференція “Трансформація діяльності центральних банків”. Головне

■ **Сергій Ніколайчук**  
Національний банк України

■ **Роман Підвисоцький**  
Національний банк України

*У травні 2016 року відбулася перша щорічна дослідницька конференція Національного банку України на тему “Трансформація діяльності центральних банків”. У роботі цього представницького міжнародного форуму взяли участь загалом понад 300 учасників, серед яких – фахівці центральних банків і міжнародних фінансових організацій, представники української та світової академічної спільноти. Питання, що розглядалися на конференції, включали останні тенденції розвитку центральних банків: від монетарної політики в умовах низьких процентних ставок і загрози дефляції, питань фінансової стабільності та управління потоками капіталу – до впливу нових фінансових технологій і культурних особливостей на трансформаційні процеси в центральних банках.*

Останні десятиліття світова фінансова система змінюється надзвичайно динамічно. Тому центральні банки (ЦБ) також повинні якісно і швидко трансформуватися, щоб відповідати економічним процесам і фінансовим ринкам, які бурхливо розвиваються та стають дедалі складнішими.

Велика рецесія засвідчила, що традиційний набір інструментів центрального банку може виявитися недостатнім для відновлення сталого економічного зростання та фінансової стабільності. Тому впродовж останніх десяти років центральні банки активно впроваджували нові підходи та заходи регулювання.

Зокрема, ЦБ розвинутих країн усе більше використовують нестандартні інструменти для боротьби з дефляційним тиском. Водночас ЦБ, які вважаються взірцем реалізації монетарної політики за режиму інфляційного таргетування (ІТ), повернулися до практики застосування спеціальних методів управління валютним курсом (що в минулому вважалося несумісним із цим монетарним режимом). Наприклад, Національний банк Чехії активно використовує практику утримання верхньої планки рівня обмінного курсу, а центральний банк Швеції розглядає можливість використання валютних інтервенцій на додачу до монетарних інструментів, щоб забезпечити досягнення цільового рівня інфляції.

Усі ці інструменти допомагають центральним банкам досягати своїх цілей, але водночас вони створюють передумови для виникнення інших проблем. Унаслідок активної ролі ЦБ глобальна економіка стала залежнішою від стимулів, що надаються ними.

Кількісне пом'якшення, запроваджене як захід антикризового регулювання, стало інструментом, який використовується на постійній основі. Нині сучасні ЦБ є не лише кредиторами останньої інстанції, а й активними учасниками на ринку суверенних та корпоративних облігацій. У зв'язку з цим перед ними постала проблема доцільності перетворення кількісного пом'якшення на стандартний інструмент макроекономічного управління.

Світова криза 2008 – 2009 років, а також боргова криза в ЄС змінили уявлення про основні завдання ЦБ. До кризи вважалося, що ЦБ мають зосереджуватися на ціновій стабільності та забезпеченні стійкого економічного зростання. Такий підхід спонукав регуляторів не зважати на накопичення системних дисбалансів у фінансовому секторі та пов'язаних із ними ризиків. Після кризи сформувався консенсус щодо необхідності приділяти більше уваги макропруденційному нагляду, який ґрунтується на аналізі системних ризиків та спрямований на запобігання фінансовим кризам. Фінансова стабільність стала другою за пріоритетністю ціллю сучасного центрального банку, але для деяких ЦБ ця ціль за своєю важливістю прирівнюється до цілі цінової стабільності.

Сучасні інформаційні та інші технології також суттєво впливають на ведення банківського бізнесу, змінюючи сутність банківської системи. Високі капітальні витрати і жорстке регулювання дедалі більше витісняють традиційний банківський бізнес у бік так званого “тіньового банкінгу”. Відповідно такі сфери, як віртуальні валюти, блокчейн-додатки, краудфандинг та P2P-кредитування не тільки відображають тенденцію до підвищення ефективності і створення інноваційних бізнес-моделей, а й ставлять на порядок денний питання щодо нагляду за ними з боку регуляторів.

Саме для розгляду цих проблем і була організована перша дослідницька конференція Національного банку України (спільно з Національним банком Польщі та за підтримки уряду Канади і Київської школи економіки). Або, іншими словами, – для відповіді на запитання “яким має бути центральний банк майбутнього?”, як зазначила, відкриваючи конференцію, Голова Національного банку України **Валерія Гонтарева**. Окремо у своєму вступному слові Голова НБУ розповіла про трансформаційні процеси, які відбуваються в українській фінансовій системі та НБУ зокрема. Також В. Гонтарева підкреслила, що, враховуючи швидкий темп змін, НБУ у своїй трансформації має орієнтуватися навіть не на поточний стан провідних ЦБ світу, а на їхнє бачення своєї ролі через 5 – 10 років.

Конференція включала п’ять дослідницьких сесій, три панельні дискусії, а також головну доповідь ключового спікера та окремо вступну доповідь до другого робочого дня.

## Дослідницька секція 1. “Ціноутворення”

Першу дослідницьку сесію відкрив **Олексій Кривцов** (Банк Канади) презентацією спільної з **Карлосом Карвальо** (Папський католицький університет Ріо-де-Жанейро) праці “Відбір цін, інфляційна динаміка та моделі негнучких цін”. Автори дослідження проаналізували придатність двох класичних моделей ціноутворення (Кальво та Голосова-Лукаса) для пояснення динаміки інфляції у Великобританії з використанням великого масиву даних цінових змін.

Розширюючи класичне бачення інфляції як результату відбору рівня цін (механізму корекції цін), що залежить від частки цін, які змінюються протягом періоду, та середнього розміру зміни цін, доповідач запропонував останню складову розкласти на відхилення від усередненого рівня вихідної ціни та нової ціни.

За результатами дослідження інфляція у Великобританії слабо корелює з рівнем вихідної ціни, коливання якої відносно середнього рівня пояснюють лише 16% інфляційних коливань. Відповідно інфляцію насамперед зумовлюють коливання відхилення нових цін відносно усередненого рівня.

Відповідаючи на запитання щодо впливу рівня конкуренції на ціноутворення, О. Кривцов зазначив, що розширення моделі для врахування впливу концентрації ринку можливе, наприклад, у процесі аналізу різних груп товарів у різних секторах. Результатом цього може стати встановлення існування відмінностей у ціноутворенні для різних груп товарів та/або секторів залежно від рівня ринкової концентрації.

**Олександр Талавера** (Шеффілдський університет) презентував дослідження “Формування цін на онлайн ринках”, співавторами якого є **Юрій Городніченко** (Університет Каліфорнії, Берклі) та **В’ячеслав Шереміров** (Федеральний резервний банк Бостона). У представленій праці автори експериментально встановлювали особливості ціноутворення на онлайн ринках, яке гіпотетично має бути гнучкішим, ніж на стандартних ринках. На думку авторів, це зумовлюють такі фактори, як відносна легкість перегляду номінальних цін, ефективність онлайн сервісів пошуку товарів та порівняння цін, за допомогою яких споживач самостійно здійснює моніторинг товарів і аналізує цінові пропозиції.

Результати моделювання, представлені в доповіді, засвідчили, що цінова поведінка на онлайн-ринках має ті самі недоліки, що й на стандартних ринках, – негнучкість цін і значну дисперсію. Однак саме особливості ціноутворення на онлайн ринках можуть пояснити реакцію продавців на зовнішні шоки, наприклад, продавці схильні змінювати ціни в періоди надвисокого попиту, які збігаються у США з такими святами, як Різдво, День подяки тощо. Також автори підтвердили припущення про короткострокову природу сезонних цінових сплесків.

Під час обговорення учасники конференції дійшли згоди, що роль онлайн ринків зростає, а використання спеціальних інструментів збору й обробки онлайн даних має перспективи стати для центробанків дієвим інструментом моніторингу та контролю інфляції.

**Антон Наков** (Європейський центральний банк) презентував дослідження, співавтором якого є **Люка Дедола** (CEPR), “Ціноутворення, залежне від стану, та парадокс гнучкості”. Ключове питання, поставлене в дослідженні: чи є підвищення гнучкості цін фактором макроекономічної стабілізації? Доповідач представив результати моделювання впливу ціноутворення з цінами, залежними від стану, на макроекономічну стабілізацію, а також проаналізував стабілізаційні характеристики моделі Кальво та моделі фіксованих цін.

Серед основних результатів моделювання А. Наков виокремив такі: 1) за відсутності ІТ модель цін, залежних від стану, спричиняє більшу дестабілізацію, ніж модель Кальво; 2) вищий рівень цінової гнучкості визначає вищий дестабілізаційний вплив; 3) парадокс гнучкості не є специфічним рудиментом лише моделі Кальво. Висновок авторів – основним фактором забезпечення макроекономічної стабілізації є монетарна політика, яка дає змогу контролювати інфляційні процеси в економіці.

## Дослідницька секція 2. “Правила монетарної політики”

Номінальні цілі посідають центральне місце в дизайні монетарної політики, наголосив **Рок Арментер** (Федеральний резервний банк Філадельфії), представляючи дослідження *“Ризики номінальних цілей”*. Такими номінальними цілями можуть бути інфляція, рівень цін або номінальний ВВП. Саме ІТ довело свою успішність у приборканні високої інфляції як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються. Як приклади успіху Р. Арментер наводив Ізраїль та Польщу. Водночас проблемою є те, що нині в цих країнах інфляція вже тривалий час нижча, ніж її цільовий показник.

У своєму дослідженні Р. Арментер ставить питання, чи спроможне ІТ подолати занадто низьку інфляцію? Він розглядає новокейнсіанську модель в умовах наближення процентної ставки політики до нульового рівня.

Головний висновок дослідження такий: зобов’язання центрального банку щодо номінальної цілі є необхідною, проте недостатньою умовою її досягнення. Незважаючи на досягнення нульового рівня процентних ставок, інфляційні очікування залишаються досить добре закореними.

Проте як тільки зникає впевненість економічних агентів у тому, що центральний банк може забезпечити зростання інфляції до цільового рівня, він уже не має можливості її досягти і знову здобути довіру. На протипагу попереднім напрацюванням у цьому напрямі, Р. Арментер аргументує, що використання в ролі номінальної цілі рівня цін не вирішує проблеми з поверненням очікувань до цільового рівня.

Можливе вирішення проблеми закріплення очікувань Р. Арментер вбачає у встановленні цілі щодо довгострокової номінальної процентної ставки. Наслідки такої зміни в операційному інструментарії центральних банків, зокрема для фінансової стабільності, фінансової стійкості, пенсійної та страхової системи, стали предметом дискусії під час серії запитань і відповідей за результатами доповіді.

Далі **Карлос Віана де Карвальо** презентував дослідження на тему *“Закріплення інфляційних очікувань”*, підготовлене разом зі **Стефано Езепі** (Федеральний банк Нью-Йорка), **Емануелем Мончем** (Дойче Бундесбанк) та **Брюсом Престоном** (Університет Мельбурна). Автори проаналізували це питання на основі моделі формування довгострокових інфляційних очікувань, що є запорукою успішної монетарної політики в умовах ІТ.

У презентації доповідач продемонстрував приклади, коли очікування були закріплені та коли їх не вдалося закріпити внаслідок впливу шоків. У стані рівноваги фактична інфляція є результатом консолідованих очікувань економічних агентів та домогосподарств. Якщо вони вважають, що довгостроковий компонент впливає на теперішню інфляцію безпосередньо, очікування щодо майбутнього проєктуються на теперішній стан. Це так званий фактор “пророцтва, що вже збувається”. Важливою характеристикою моделі є чутливість інфляції до помилок прогнозу. Якщо економічні агенти роблять висновок, що фактична інфляція суттєво відрізняється від очікуваного рівня, тобто помилки в прогнозі очевидні, вони не зважатимуть на попередньо прогнозовані цілі, а орієнтуватимуться на нові дані щодо інфляції.

Модель також характеризує еволюцію довгострокових очікувань, а її практичне використання засвідчує справджування прогнозів для більшості країн, для яких вона була апробована. На прикладі багатьох країн автори підтвердили ефективність моделі для прогнозування, особливо з урахуванням даних про те, коли економічні агенти змінюють свої очікування і які саме короткострокові дані вони використовують у режимі зміни очікувань.

Ключові висновки дослідження: для успішної реалізації режиму інфляційного таргетування центральному банку необхідно використовувати найновіші актуальні дані, а також оновлювати прогноз у разі виникнення нових шоків. Деякі відхилення від прогнозу є екзогенними, частково вони залежать від макроекономічної політики. Під впливом помилок щодо рівня інфляції та впливу шоків економічні агенти змінюють свою поведінку й очікування. За таких обставин монетарна політика має враховувати зміну очікувань і впливати на формування довгострокових інфляційних очікувань на основі нових даних.

## Головна доповідь Моріса Обстфельда

З головною доповіддю “*Трилеми та компроміси: життя в умовах фінансової глобалізації*” в перший день конференції виступив головний економіст Міжнародного валютного фонду, доктор **Моріс Обстфельд**. Він розглянув два погляди на монетарну політику в малих відкритих економіках. Згідно з першим мала відкрита економіка за умов політики гнучкого обмінного курсу якісно не відрізняється від закритої економіки. Незважаючи на зовнішні економічні шоки, центральний банк, використовуючи обмінний курс як буфер, має монетарну автономію і може забезпечити виконання внутрішніх цілей, зокрема щодо інфляції. Згідно з другим, діаметрально протилежним поглядом, у глобалізованому світі країни з малою відкритою економікою через вплив фінансових транскордонних потоків не мають монетарної автономії незалежно від режиму обмінного курсу. А ці фінансові транскордонні потоки визначаються економічними циклами та політикою центральних банків великих держав, насамперед США.

М. Обстфельд зазначив, що в кожному з підходів є своє раціональне зерно. Хоча, як засвідчили результати емпіричного дослідження на панельних даних великої вибірки країн, зміни короткострокових процентних ставок у малих відкритих економіках мало залежать від змін процентних ставок у великих країнах, а більше визначаються внутрішніми факторами. Тобто країни з гнучким обмінним курсом можуть дозволити собі певний рівень монетарної автономії. Водночас з різних причин ці країни переймаються й питанням управління обмінним курсом. Це знову ставить країни перед класичною трилемою вибору між вільним рухом капіталів, стабільністю обмінного курсу та монетарною автономією для досягнення внутрішніх цілей. Фактично країни з малою відкритою економікою мусять іти на певний компроміс під час пошуку оптимального вибору між цими цілями.

Схожа трилема притаманна і фінансовим системам – країни не можуть одночасно дозволити собі фінансову стабільність, вільні транскордонні фінансові потоки та нагляд і регулювання за фінансовою системою на національному рівні. Розвиток банківської кризи в єврозоні це наглядно продемонстрував.

На завершення М. Обстфельд підкреслив важливість міжнародної співпраці та координації зусиль через взаємопов’язаність фінансових ринків і складність міжнародної фінансової системи. При цьому, незважаючи на всі невизначеності, пов’язані з гнучким обмінним курсом, на глибоке переконання М. Обстфельда, саме таким має бути вибір центробанків, що мають внутрішні цілі. Також для забезпечення фінансової стабільності на додаток до адекватної монетарної політики країни мають насамперед ефективно використовувати макропруденційне регулювання. При цьому зусилля лише національних регуляторів можуть бути недостатніми для досягнення результатів, тому необхідно поглиблювати міжнародну координацію і взаємодію в даній сфері. Цьому сприятиме діяльність Ради фінансової стабільності та Базельського комітету, що дає змогу підвищувати якість макропруденційного нагляду на міжнародному рівні.

Відповідаючи на запитання після доповіді, М. Обстфельд підкреслив важливу роль структурних реформ, за відсутності яких монетарна політика чи макропруденційне регулювання є лише “другим кращим” інструментом. Також, окреслюючи важливу роль МВФ та інших міжнародних фінансових інституцій, М. Обстфельд наголосив на важливості створення країнами власних захисних буферів, у тому числі міжнародних резервів.

## Дослідницька секція 3.

### “Макропруденційна політика та фінансові недосконалості”

**Марчин Коласа** (Національний банк Польщі) презентував дослідження “*Чи можливо було запобігти буму та спаду в периферійних країнах зони євро?*”, співавторами якого є його колеги з Національного банку Польщі **Марчин Белецькі**, **Міхал Броза-Бжезіна** та **Кшиштоф Макарьські**. Автори розглянули проблему циклічної динаміки попиту в країнах зони євро впродовж останніх років, а також оптимальної макропруденційної політики для регулювання цих коливань.

Дослідники виявили значну концентрацію внутрішніх дисбалансів на ринках нерухомості в більшості країн єврозони, що, у свою чергу, мало значний вплив на інші сектори європейської економіки. Як наслідок – зростання ризиків і тиску на обмінний курс євро. Аналізуючи сектор житлової іпотеки як частини європейської економіки зі значною асиметрією, автори визначили, що проблеми в цьому секторі стали каталізатором на початку фінансової кризи країн європейської периферії у 2008 році. За таких умов спільна грошово-кредитна політика та єдина ключова процентна ставка ЄЦБ для країн із різною структурою економіки та розвитком фінансового ринку призвели до значних макроекономічних дисбалансів. Автори моделювали оптимальну грошово-кредитну та макропруденційну політику для країн єврозони, зважаючи на їх монетарну спільність та структурні відмінності.

Ефективна реалізація грошово-кредитної політики потребує гнучкого управління ключовою процентною ставкою. Водночас, за висновками дослідників, використання виключно інструментів грошово-кредитної політики на рівні єврозони не може забезпечити внутрішнього макроекономічного балансу периферійних європейських країн. Оптимальна макропруденційна політика передбачає наявність необхідного потенціалу для згладжування кредитних циклів у країнах периферії, зменшуючи таким чином вплив дисбалансів. Ефективна реалізація цієї політики дає змогу вирішити проблему диспропорцій у периферійних країнах єврозони. Нові правила грошово-кредитної та макропруденційної політики необхідно оптимізувати з метою уникнення дисбалансів та створення додаткових буферів для запобігання впливу шоків.

**Ігор Лівшиць** (Університет Західного Онтаріо) презентував результати дослідження “Суверенні дефолти і банківська справа”, підготовлене разом із **Коеном Шурсом** (Університет Гента). У цій праці дослідники представили модель із припущенням щодо суверенного дефолту на прикладах Росії та Аргентини.

Основна мета дослідження полягає в розробці підходів пруденційного регулювання для запобігання виникненню та реалізації надмірних банківських ризиків. Це питання автори розглянули в контексті визначення ризиковості активів, зокрема державних цінних паперів. Це особливо важливо внаслідок зростання кількості країн, державні цінні папери яких не можуть бути віднесені до категорії низькоризикових та дохідних. Прикладами є суверенні дефолти в Росії у 1998 році та Аргентині у 2001-му. Доповідач підкреслив, що однією з ключових причин дефолту в Аргентині була зміна урядом на законодавчому рівні умов придбання державних цінних паперів та спекулятивно-ризикова діяльність банків.

Ключові висновки за результатами дослідження полягають у необхідності здійснення якісного макропруденційного регулювання. Якщо ризиковані державні цінні папери на ринку вважаються безпечними, це призводить до зростання ризиків у банківській системі та стає причиною банківської кризи. За умов належного макропруденційного регулювання та відсутності надмірної заборгованості ризику суверенного дефолту мінімальні.

Розглядаючи проблему пруденційного нагляду за різних умов і моделей функціонування центрального банку, дослідники встановили, що важливими факторами якості й ефективності макропруденційного регулювання є дисбаланси (ризикова політика уряду, банків тощо), котрі спричиняють кризові явища. У дослідженні з використанням модельного інструментарію автори запропонували різні підходи до пруденційного регулювання, яке дасть змогу завчасно виявити спекулятивні операції в банківському секторі.

Підсумовуючи, І. Лівшиць зазначив, що пруденційне регулювання має бути реалістичним, для цього необхідно встановити залежність коефіцієнта адекватності капіталу від обсягу інвестицій у державні цінні папери та врахувати всі потенційні ризики.

## Панельна дискусія 1. “Управління потоками капіталу”

Заступник Голови Національного банку України **Олег Чурій** відкрив першу панельну дискусію, представивши доповідь “Досвід України в лібералізації руху капіталу”. Він зазначив, що 20 років тому контроль над рухом капіталу вважався анахронізмом, а вільний рух капіталу сприймався як найкраще рішення для держав, що обмежені в капіталі. Фінансова криза переконливо засвідчила: повна відмова від контролю над потоками капіталу передчасна. Управління потоками капіталу наразі є інструментом забезпечення фінансової стабільності. При цьому воно не може замінити проведення макроекономічних реформ, жорсткі заходи дають змогу на певний час стабілізувати ситуацію та виграти час.

О. Чурій назвав три основні пріоритети, згідно з якими відбуватиметься лібералізація руху капіталу в Україні. Перший – це сприяння економічному зростанню та виробництву, зокрема через лібералізацію прямих іноземних інвестицій та поточного рахунку. Другий – розвиток фінансового ринку, збільшення його ліквідності. При цьому від функції основного учасника ринку центробанк поступово переходить до функції регулятора ринку. Третій напрям – залучення акціонерного та довгострокового боргового капіталу, а в довгостроковій перспективі – збільшення українцями обсягів інвестицій за кордон.

Щодо жорстких адміністративних заходів на валютному ринку, запроваджених протягом останніх років, то український досвід регулювання потоків капіталу можна використовувати лише для неординарних ситуацій. Усі заходи центрального банку відповідали тій ситуації, в якій перебувала економіка країни. Деякі обмежувальні заходи щодо руху капіталу центробанк може використовувати навіть після переходу до більш ліберальної моделі, але вже у вигляді інструментів макропруденційної політики. Однак в українському випадку будь-які обмежувальні заходи завжди сприймалися ринком негативно, незважаючи на те, що вони націлені на обмеження руйнівних впливів чи припливів капіталу.



**Ендрю Левін** (Дартмутський коледж) у доповіді на тему *“Мобільність капіталу та дизайн режимів монетарної політики”* наголосив, що центробанк має бути захищеним від фіскального домінування або політичного впливу, повинен мати операційну незалежність, а не бути підлеглим виконавцем уряду. Центробанку необхідні правовий мандат і чіткі цілі щодо реалізації політики, при цьому він має бути підзвітним перед урядом та суспільством, оскільки для успішної реалізації політики громадськість повинна бути впевненою в діях центробанку, особливо щодо ключових стратегічних рішень.

Доповідач назвав три основні принципи, які є важливими для здійснення монетарної політики для дуже широкого кола країн – від країн із низьким рівнем доходів до країн, що розвиваються, та найбільш розвинутих країн.

Першим, фундаментальним завданням центробанку країни з власною валютою є підтримка стабільності власної грошової одиниці та високої довіри населення до неї. Це означає забезпечення цінової стабільності та, відповідно, закріплення інфляційних очікувань, що виражається в наявності середньо- та довгострокової цілі. Населення повинно розуміти цю мету і бачити, що фактичний рівень інфляції поступово наближається до цільового. Досвід багатьох центробанків, у тому числі Нової Зеландії, засвідчив, що концентрування зусиль лише на інфляційній цілі в короткостроковому періоді є помилкою, оскільки центральні банки мають досягати одразу кількох цілей, зокрема підтримувати економічне зростання, сприяти поліпшенню добробуту населення.

Другим принципом є те, що центробанк повинен виходити з інтервенціями на валютний ринок лише в разі нагальної необхідності. Його втручання має бути прозорим і систематичним та може бути виправданим лише у виняткових випадках, коли необхідно згладжувати високу амплітуду курсових коливань.

Третій принцип – критичним є використання макропруденційного інструментарію, немає значення, ким він застосовується: центральним банком, урядом чи іншими державними установами. Цей принцип вирішальний для фінансової стабільності та гарантує, що монетарна політика не суперечитиме фундаментальним завданням фінансової стабільності.

Отже, важливою складовою реалізації політики центрального банку є ефективні комунікації із суспільством та підвищення рівня освіченості громадськості з питань реалізації монетарної політики, обмінних курсів, операційної незалежності, обґрунтування і пояснення рішень. Центробанку необхідно мати у своєму арсеналі різні плани для мінімізації ризиків за різних обставин, наголосив доповідач.

**Марек Дабровський** (Брейгель) у доповіді на тему *“Управління потоками капіталу в глобалізованій економіці”* наголосив на тому, що бар’єри на шляху руху капіталів уповільнюють економічний розвиток у глобальному вимірі. На його думку, обмеження на рух капіталу завдають збитків малому та середньому бізнесу і значно менше впливають на великі компанії.

М. Дабровський розглянув два найголовніших, на його думку, наслідки фактично повного відкриття ринків капіталу: для платіжного балансу та монетарної політики.

Традиційно, до лібералізації руху капіталу, експерти найбільше уваги приділяли поточному рахунку: питанням конкурентоспроможності, торговельній політиці, обмінному курсу. І вже тільки на наступному етапі поставало завдання фінансування дефіциту поточного рахунку. Після того, як настали часи вільного руху капіталу, причинно-наслідкові зв’язки змінилися на протилежні. Тепер уже рух капіталу має екзогенний характер, а поточний рахунок адаптується до змін фінансового через валютний курс. Таким чином, останні валютні кризи в країнах СНД пов’язані саме з впливом коштів за фінансовим рахунком. Тому постає питання: якщо в країнах немає інструментів контролю за рухом капіталу, чи можна якимось іншим чином впливати на капітальний рахунок? На думку М. Дабровського, такі важелі є, але їхній вплив дуже обмежений і важко прогнозований. До цих важелів можна віднести макропруденційне регулювання, монетарну та фіскальну політику.

Для монетарної політики проблеми, пов’язані з вільним рухом капіталу, полягають у тому, що пропозиція грошей у країні стає значною мірою залежною величиною. Більше того, серйозні коливання обмінного курсу створюють неочікувані та небажані побічні ефекти для фінансової стабільності, конкурентоспроможності, реальної економіки. А у випадку значної девальвації знижують довіру до внутрішньої грошової одиниці. Крім того, на більшість світових економік впливають монетарні рішення Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку, які призводять до збільшення волатильності потоків капіталу та імпортованої інфляції.

**Лінда Тезар** (Мічиганський університет) у доповіді на тему *“Аналіз переваг та недоліків інтеграції ринків капіталу”* намагалася відповісти на запитання: як фінансова криза змусила нас переглянути ставлення до інтеграції ринків капіталу?

Серед потенційних переваг інтеграції ринків капіталу доповідач виокремила три основні фактори. Першим є виграш в ефективності, який полягає в стимулюванні перетікання капіталу з економік, що мають його надлишок, до

економік, котрі найбільше його потребують, таким чином знижуючи для них вартість капіталу. Крім того, зростає й ефективність фінансового сектору внаслідок вищої конкуренції. Другим фактором є збільшення стабільності внаслідок як згладжування коливань національного доходу (споживання), вищого рівня диверсифікації та управління ризиками, більшої “ринкової дисципліни”, так і сприяння кращому обміну інформацією. Останнім позитивним фактором є вищі темпи економічного зростання завдяки мобілізації заощаджень, збільшення норми прибутку, в короткостроковому періоді – вирівнювання доходів із відносно більш розвинутими країнами, а в довгостроковому – обмін технологіями завдяки надходженню інвестицій.

Однак усупереч теорії після лібералізації руху капіталу не відбувся глобальний перерозподіл капіталу між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються. Переважна більшість потоків капіталу, як і раніше, проходить між розвинутими країнами. Більше того, згладжування коливань споживання в країнах, що розвиваються, виявилось досить обмеженим – потоки капіталу в такі країни є зазвичай проциклічними, таким чином вони навіть збільшують волатильність.

Остання глобальна криза підтвердила зв'язок між ступенем відкритості фінансових ринків та вразливістю до зовнішніх факторів, таких як раптові зупинки, валютні кризи, ефект зараження та відсутність кредиторів останньої інстанції. Таким чином, необхідно переглянути роль фінансового сектору – саме він був головним джерелом нестабільності в країнах, що розвиваються, але для розвинутих країн такі ризики раніше не розглядалися. Також, з урахуванням усіх потенційних переваг, має бути переглянута роль контролю за рухом капіталу. Урядам країн належить приділяти більше уваги питанням фінансового регулювання та глобальній співпраці, ролі державного боргу, ефективності фінансового сектору, а на першому місці повинна бути виважена державна політика.

## Вступна доповідь Філіппа Хільдебранда

Другий день конференції відкрив віце-президент інвестиційної компанії BlackRock **Філіпп Хільдебранд** із доповіддю на тему **“Чи залишилася ще в центральних банках амуніція?”**. Основним питанням виступу було: наскільки ефективними є дії центральних банків розвинутих країн в умовах низької інфляції та слабого економічного зростання?

Особливістю поточного економічного стану розвинутих країн світу є надзвичайно низький рівень інфляції, який із 2013 року не перевищував 2% за рік. Усвідомлюючи важливість підтримки інфляції на необхідному для забезпечення економічного зростання рівні, центральні банки комбінували політику підтримки ключових процентних ставок на нульовому (а в окремих випадках – навіть на від'ємному) рівні з програмами викупу активів. Така політика дала свої результати: завдяки пом'якшенню фінансових умов майже в усіх розвинутих країнах спостерігалися ознаки пожвавлення економічної активності. Крім цього, такі дії центральних банків не дали можливості розгорнутися дефляції цін і заробітних плат у цих країнах, що в поєднанні з високим рівнем державного та приватного боргу могло призвести до катастрофічних наслідків для їхніх економік.

Незважаючи на це, інфляція в розвинутих країнах залишається на надзвичайно низькому рівні вже дуже довгий час. Ще важливішим є те, що ринкові процентні ставки також продовжують знижуватися, а це суттєво збільшує обсяги суверенного боргового ринку з від'ємною дохідністю. Така ситуація значною мірою зумовлена не лише низьким значенням основних процентних ставок центральних банків, а й недостатнім рівнем як приватних, так і державних інвестицій, обсяг яких значно нижчий за наявні заощадження. Невпевненість інвесторів зумовлена негативними оцінками щодо рівня майбутніх доходів, які можуть бути отримані від інвестицій.

Які існують сценарії завершення періоду низьких процентних ставок та дефляції?

Перший сценарій передбачає фактичне збереження нинішнього стану, основною рисою якого є перевищення обсягів заощаджень над інвестиціями впродовж тривалого часу. Такий стан економіки характеризується низьким рівнем економічного зростання, інфляції та процентних ставок, що може спричиняти нові цінові “бульбашки” на окремі активи. Проте поступове відновлення ринків праці у США і Німеччині, країнах, які зазнали найбільшого впливу кризи, вказує на ймовірність виходу з рецесії за умови прискорення інвестиційної активності.

Другий сценарій передбачає вихід із рецесії за допомогою обережного фіскального стимулювання та, що важливіше, – проведення структурних реформ, які стимулюватимуть зростання інвестицій.

Підсумовуючи виступ, Ф. Хільдебранд зазначив, що результатом діяльності центральних банків є формування передумов для економічного зростання в країні. Але ці зусилля мають бути підтримані відповідною політикою уряду, інакше подолання центральними банками кризових явищ самотужки може бути тривалим і складним.

## Панельна дискусія 2.

### “Інституційна розбудова сучасного центрального банку”

Відкриваючи роботу другої дискусійної панелі, її модератор **Марко Шкреб**, керівник проекту технічної допомоги Канада – МВФ “Розбудова інституційної спроможності НБУ”, зазначив, що специфіка роботи центрального банку дуже швидко змінюється залежно від динамічних змін зовнішнього середовища та відповідних викликів. Що ж і як необхідно змінювати для того, аби розбудувати ефективне функціонування центрального банку, пам’ятаючи при цьому, що центробанк у кожній країні є законною монополією? Саме на це запитання дали відповідь доповідачі другої панельної дискусії.

Особливості трансформації центрального банку з метою підвищення ефективності його діяльності окреслив у доповіді “Трансформаційні процеси в НБУ: практика “великого вибуху” заступник Голови Національного банку України **Владислав Рашкован**. Повне реформування своєї діяльності Національний банк України був змушений проводити в умовах глибокої фінансово-економічної кризи, різкого падіння ВВП, девальвації обмінного курсу, інституційної слабкості банківської системи. Серед найважливіших кроків доповідач назвав позбавлення від непрофільних функцій, реформування структури організації, реінжиніринг процесів прийняття рішень та імплементацію нових підходів, у тому числі фокусування діяльності на ключових функціях, централізацію багатьох функцій та посилення аналітичної складової під час прийняття рішень.

Кінцева мета трансформації полягає в тому, щоб Національний банк став сучасним ефективним регулятором, повноправним членом родини європейських центральних банків. На цьому шляху вже зроблено чимало, Національний банк стає більш відкритою для країни і світу, професійною, транспарентною організацією, суспільна довіра до якої зростає.

Як наголосив В. Рашкован, місія Національного банку України – забезпечити цінову і фінансову стабільність, що сприятиме економічному зростанню в Україні. Цілі амбітні, поступово вони реалізуються. Триває робота над лібералізацією капітальних рахунків, упровадженням ІТ, розвивається дослідницька функція, є чітке бачення того, яким має стати центральний банк, змінюється корпоративна культура, зокрема визначено місію, візію та цінності організації. У результаті трансформації Національний банк стане потужною установою, що матиме значний вплив на формування належної державної економічної політики.

**Емма Мерфі** з Банку Англії у доповіді “Роль культурних і комунікаційних викликів у процесі трансформації сучасних центральних банків” розглянула розвиток корпоративної та організаційної культури як необхідної складової успішного функціонування центрального банку. Банк Англії має дуже виразну та сильну корпоративну культуру – всі працівники пишаються приналежністю до установи. Невід’ємною складовою трансформації центрального банку є створення організаційної культури, що має бути складовою політики центрального банку. Працівники повинні мати чітку спільну ціль, реалізація якої має їх об’єднувати. Проте зміни в культурі організації відбуваються довго та важко.

У Банку Англії нещодавно було розроблено місію, яка об’єднала всі цілі в одну – поліпшувати добробут громадян Великобританії через фінансову та монетарну стабільність. Місія створює єдину команду та визначає підзвітність центрального банку перед громадськістю. Спільні цінності мотивують людей і визначають те, що є найважливішим у їхній роботі, вони спонукають працівників до дій у певному напрямі. Цінності також допомагають змінити систему управління якістю роботи, вони мають бути фундаментальними складовими, що забезпечують досягнення необхідного результату.

У Банку Англії запроваджено внутрішні комунікації для підтримки та реалізації рішень, зокрема відеотрансляції. Ефективні внутрішні та зовнішні комунікації є ключовою складовою для успішної трансформації структури і впровадження інновацій. Реалізація програми змін також потребує ефективних зовнішніх комунікацій, які забезпечує інформаційна група, оскільки в центробанках працюють кваліфіковані професіонали-економісти, які здебільшого є інтровертами, а не ефективними комунікаторами. Зважаючи на те, що деякі працівники можуть мати внутрішній спротив до змін, необхідно залучити їх до процесу, щоб вони не лише відчували ці зміни на собі, а й були їхніми провайдерами.

Специфіку використання та контролю ЦБ власних фінансових ресурсів розглянув у доповіді “Фінанси центральних банків” **Девід Арчер** з Банку міжнародних розрахунків. Нові завдання, які постають перед ЦБ, є передумовою зміни їхньої структури. Для успішних реформ необхідне насамперед незалежне фінансування, оскільки це дає змогу проводити незалежну політику.

Незалежне фінансування підтримує функціональну незалежність. Центробанки мають дистанціюватися від політиків та створювати незалежні джерела фінансування і фондування, а також звертати увагу на вплив слабких бюджетних обмежень для зменшення фінансових ризиків. Фінансові результати центробанків різних країн відрізняються один від одного, оскільки вони мають різні бюджетні обмеження та інші важливі умови. Сильна фінансова позиція центробанку



є важливою з точки зору забезпечення його незалежності. Кожна політика ЦБ має бути проаналізована з точки зору переваг і витрат, її кінцевої вартості, адже діяльність центробанку безпосередньо впливає на стан державних фінансів. Публічні фінансові ресурси, які перебувають на зберіганні в центральному банку, – це частина так званої “угоди з суспільством”, отже, ці кошти не повинні перебувати під ризиком у жодному разі.

З досвіду відомо, що за певних обставин центральні банки можуть бути неплатоспроможними. Для запобігання цьому необхідно акумулювати капітал і правильно його класифікувати й розподіляти, на законодавчому рівні визначити формат і механізм рекапіталізації центробанку, передавати від центрального банку до казначейства фінансові ризики (у разі проведення нестандартної політики, якій притаманні високі ризики). З метою встановлення політичної легітимності дій центробанків необхідно проводити прямі переговори з урядом. Під час прийняття рішень щодо капіталу та зобов’язань центробанку необхідно виключити питання розподілу дивідендів (проблема асиметричності розподілу). Д. Арчер навів приклад Національного банку Швейцарії, який використав усі перелічені заходи, тобто його кейс є найкращим взірцем комплексного використання системного підходу щодо управління власними фінансами.

На завершення доповіді Д. Арчер зазначив, що бюджетні обмеження для центрального банку є неминучими, але вони корисні, оскільки змушують працювати над досягненням пріоритетних цілей, зокрема забезпеченням цінової та фінансової стабільності.

Викладач Бізнес-школи імперського коледжу Лондона **Андрій Кириленко** запропонував поглянути на тему своєї доповіді *“Новітні технології, з якими мають бути обізнані центральні банки”* крізь призму розвитку інновацій генерування й обігу грошей у різних формах.

Нещодавно Банк Англії та Народний банк Китаю представили власні розробки – криптовалюти, що дало світовим медіа підставу повідомити про перехоплення центробанками першості у біткоїна. Деякі центральні банки створюють можливість для клієнтів мати рахунки в криптовалюти, це технологія розподілу важелів впливу. Оскільки центральний банк є установою, якій довіряють учасники ринку, його участь у процесі випуску криптовалюти дає змогу працювати в ніші, котра нині від центробанків ніяк не залежить. Завдяки цьому регулятор за лічені хвилини може аналізувати ситуацію, отримувати дані про те, де і в якій кількості знаходиться криптовалюта. Це також дає змогу швидко й ефективно розподіляти такі гроші, проводити нетрадиційну монетарну політику, спрямовувати грошові потоки з високою точністю туди, де вони найбільше потрібні.

А. Кириленко ґрунтовно проаналізував функціонування технології “blockchain”, котра відкриває перед центральними банками можливості, якими вже користуються інші учасники ринку. Ці технології впроваджуються у сфері корпоративних рішень щодо прав власності, вони розвиваються в сегменті здійснення верифікованих фінансових трансакцій, захищених платежів. Цю технологію більшість центральних банків поки-що ігнорує, проте вона розвивається незалежно від впливу і волі регуляторів. У світі нині немає регуляторного середовища щодо таких технологій, при цьому ставлення до них різне: від нейтрального, зацікавленості – аж до стурбованості і несприйняття. Регулятори у Великобританії та США виявляють до інновацій найбільший практичний інтерес. Наприклад, у штаті Нью-Йорк оголошено про видачу спеціальних біт-ліцензій для проведення операцій.

Доповідач зробив висновки щодо наявності об’єктивних передумов для використання технологічних інновацій у роботі центральних банків. Створення інфраструктури платежів на основі “blockchain” дає змогу знизити витрати й підвищити рівень довіри, може створити реальні конкурентні переваги для України. Центробанк за необхідності може стати на чолі впровадження інновації, що дає величезні можливості для реалізації монетарної політики і фінансової стабільності на основі нової платформи та з використанням нових інструментів.

Відповідаючи на запитання щодо перспективи розвитку платформи open-source, випуску криптовалют різними країнами світу та їх обміну, доповідач зазначив, що технологія “blockchain” і відповідний інтернет-протокол, який забезпечує її функціонування, є революційним способом зберігати і передавати саму цінність замість того, щоб зберігати і передавати інформацію про певну вартість. Такі технології змінюють життя, оскільки мають величезний потенціал. Отже, природним рішенням є не заборона, а приєднання до цього процесу і використання його потенціалу, зокрема технології open-source, яка передбачає, що в усіх учасників є консенсус щодо архітектури системи. Участь у такому консенсусі в не дуже далекому майбутньому може стати відправною точкою для забезпечення фінансової стабільності на принципово новій платформі.

А. Кириленко також процитував слова Ларрі Саммерса, сказані ним у виступі на конференції в Державному казначействі США, про те, що ЦБ незабаром можна буде порівнювати з приватним сектором у сфері випуску валют. Це може привести до негативних або нульових процентних ставок на довгий час, оскільки нині в світі виникла конкуренція між державним і приватним секторами щодо випуску різних форм валют, які мають попит і довіру, тобто можуть автономно працювати на певних платформах серед певних спільнот, наприклад, у середовищі інтернет-мережі. У цьому контексті центральні банки отримали реальний виклик своїй монополії на випуск різних форм грошей в обіг. Центробанк має вибір – він може відповісти на цей виклик заборонаю або діяти на випередження, опановуючи нові технології.

## Дослідницька секція 4.

### “Актуальні питання монетарного трансмісійного механізму”

Четверту дослідницьку сесію відкрив **Олександр Фарина** з Національного банку України, який представив дослідження *“Ефект перенесення обмінного курсу та міжкраїнна трансмісія: окремі факти на прикладі України та Російської Федерації”*. Питання ефекту перенесення обмінного курсу набуває особливого значення для країн із малою відкритою економікою, зокрема України, що характеризуються підвищеною чутливістю до зовнішніх збурень.

Питання прямого та опосередкованого ефекту перенесення в теоретичних та емпіричних дослідженнях розглядаються як “ізолювані острови”, де вплив зовнішніх шоків на внутрішні ціни є однобічним, а ймовірність трансмісії таких шоків між країнами не береться до уваги. Водночас фінансово-економічні відносини між країнами характеризуються тісними торговельними, фінансовими та іншими взаємозв'язками, що має вплив на міру та значення ефекту перенесення обмінного курсу. Зокрема, зміцнення обмінного курсу згідно з теоретичними припущеннями сприяє зменшенню рівня цін в одній країні, при цьому девальваційні процеси, які одночасно виникають в іншій країні, загострюють інфляційні процеси. Разом з тим зростання внутрішніх цін в одній країні зумовлює зростання цін на імпортовану продукцію для іншої, а отже, компенсує ефект унаслідок ревальвації.

О. Фарина запропонував двосторонню векторну авторегресійну модель, що дає змогу розглядати ефект перенесення обмінного курсу з урахуванням зовнішньоторговельних та ринкових взаємозв'язків між країнами на прикладі України та Російської Федерації. За результатами дослідження міжкраїнні трансмісії повинні враховуватися під час оцінювання ефекту перенесення обмінного курсу для України. Зокрема, результатом девальвації російського рубля щодо гривні є зростання внутрішніх цін в Україні, що свідчить про наявність додаткових торговельних каналів перенесення. Крім того, за результатами альтернативної моделі, яка включає обмінні курси гривні та рубля щодо долара США, було встановлено, що девальвація рубля є джерелом послаблення курсу гривні, зокрема через конкуренцію на спільних зовнішніх ринках. Зважаючи на отримані результати, Національному банку України під час прийняття рішень щодо досягнення інфляційних цілей необхідно враховувати також чинник впливу російської економіки на українські споживчі ціни.

**Бартош Маков'як** із Європейського центрального банку представив дослідження *“Взаємодія монетарної та фінансової політики та проблеми країн зони євро”*, співавтором якого є **Марек Ярочинський** (ЄЦБ). Найважливішим питанням, порушеним у дослідженні, є взаємозв'язок між монетарною та фінансовою політикою, а також їхній вплив на макроекономічні результати в країнах єврозони в період “великої рецесії”.

Автори застосовують просту модель загальної рівноваги з негнучкими цінами та одним монетарним регулятором, що має на меті досягнення інфляційних цілей та діє згідно з правилом Тейлора з урахуванням нижньої межі процентної ставки. Водночас у моделі враховано дві фінансові інституції, які для спрощення відображають країни “півночі” (Німеччина, Франція, Нідерланди) і “півдня” (Італія та Іспанія), а також припускається можливість дефолту за їхніми борговими цінними паперами. Фінансові інституції прагнуть стабілізувати рівень боргу за допомогою корегування первинного бюджетного балансу та зазнають дефолту у випадку перевищення рівня боргу певної верхньої межі. На думку авторів, така проста специфікація моделі дає змогу відобразити фундаментальні особливості здійснення та координації монетарної і фінансової політики в єврозоні, що підтверджується результатами симуляції базової моделі та їх відповідністю історичним даним.

На основі базової моделі автори провели експеримент, який передбачає альтернативний спосіб координації монетарної та фінансової політики. Основною особливістю альтернативної специфікації моделі є врахування участі нової загальноєвропейської централізованої інституції, що має повноваження з викупу боргових цінних паперів окремих фінансових інституцій, а також випускає власні боргові папери, виплати за якими забезпечуються монетарним регулятором, завдяки чому немає ризику дефолту за такими паперами. При цьому у випадку досягнення нижньої межі ключової процентної ставки монетарна політика стає пасивною, а фінансові інституції діють згідно з встановленою функцією реакції фінансової політики та збільшують первинний бюджетний профіцит відповідно до загального рівня боргу в єврозоні. Результати симуляції експериментальної моделі засвідчили, що застосування запропонованого підходу до координації монетарної та фінансової політики дало б змогу значно поліпшити макроекономічні результати й уникнути тривалого періоду рецесії в країнах єврозони.

У доповіді *“Правила проти дискретності при реалізації монетарної політики. Уроки для України”* **Алекс Нікольсько-Ржевський** із Ліхайдського університету розглянув окремі підходи до здійснення монетарної політики та окреслив основні переваги та недоліки їх застосування в українських реаліях. Зокрема, автор порівнює монетарну політику, що базується на встановлених правилах, а також дискреційну політику, за якої монетарний регулятор більшою мірою орієнтується на поточні економічні умови, ніж на заздалегідь визначені правила.

Як зауважив доповідач, використання системи правил, з одного боку, дає змогу підвищити прозорість монетарного регулятора та закріпити довгострокові інфляційні очікування. У цьому контексті класичним є правило

Тейлора, що передбачає зміну процентної ставки у відповідь на відхилення інфляції від цільового значення та рівня виробництва від потенційного. Дискреційна політика, з іншого боку, є гнучкішою, може включати значно більший спектр інформації та не залежить від структурних змін в економіці. Порівняння цих підходів посіло центральне місце в макроекономічних дослідженнях, що мали за мету відповісти на низку питань щодо ефективності правил та дискретності в окремі історичні періоди. Проте в наявних дослідженнях такі періоди здебільшого визначаються екзогенно та суб’єктивно, внаслідок чого оцінки ефективності окремих підходів є суперечливими.

На прикладі політики ФРС США автор ендегенно розділяє періоди незначних відхилень ставки ФРС від розрахункового значення процентної ставки відповідно до класичного правила Тейлора, що відповідають “періоду правил”, а також періоди значних відхилень, які розглядаються як “період дискретності”. Ефективність монетарної політики під час цих періодів дослідник оцінив на основі функцій втрат, і отримані результати були кращими саме в періоди застосування монетарних правил, а не дискреційної політики.

На думку доповідача, отримані висновки можуть бути використані для формування ефективної монетарної політики в Україні. Незважаючи на реформування та очищення банківського сектору, впровадження ІТ, оновлення та спрощення інструментів монетарної політики, основними викликами для Національного банку України залишаються порівняно високі інфляційні очікування, значна відмінність у розвитку регіонів, відсутність довіри до монетарного регулятора, а також хибне розуміння цілей монетарної політики з боку інвесторів та населення. Впровадження монетарного правила дасть змогу підвищити довіру до регулятора та прозорість монетарної політики, знизити політичний тиск на НБУ та закріпити інфляційні очікування.

Після доповіді під час сесії запитань і відповідей учасники конференції обговорювали питання, наскільки політику центральних банків на основі режиму ІТ (у тому числі Національного банку України) можна вважати дискреційною. За оцінками доповідача, для класифікації центрального банку як такого, що використовує жорсткі правила, необхідне публічне оголошення та затвердження цих правил. Водночас, на думку представників центральних банків, де запроваджено ІТ, публічне оголошення цілей і пояснення змін своїх операційних інструментів уже припускає дотримання правил монетарної політики.

## Панельна дискусія 3.

### “Виклики для інфляційного таргетування”

Відкриваючи третю панельну дискусію, її модератор **Девід Вапра** з OGREsearch зауважив, що режим ІТ довів свою ефективність не лише в розвинутих країнах, а й у країнах із ринками, що розвиваються. На його думку, приєднання України до клубу країн із режимом ІТ буде правильним кроком.

За майже 30 років існування ІТ його основні характеристики залишалися незмінними: кількісна інфляційна ціль, інституційна незалежність та прозорість діяльності регулятора, гнучкий обмінний курс національної валюти. Проте з плином часу змінюється макроекономічне середовище, і тому запровадження ІТ має свою специфіку в кожній країні.

Заступник голови Національного банку України **Дмитро Сологуб** у доповіді “НБУ на шляху до інфляційного таргетування” окреслив шлях центрального банку до запровадження нового монетарного режиму.

На його думку, перехід до ІТ – єдиний шлях виходу з кризи, яка стала результатом майже двадцятилітнього фіскального домінування та де-факто фіксованого обмінного курсу гривні. Водночас робота над запровадженням ІТ починалася не з чистого аркуша, були певні напрацювання, але раніше для реальних кроків до запровадження ІТ бракувало політичної волі. Д. Сологуб подякував колегам із Канади, Нової Зеландії, Польщі, Чехії, Швеції за те, що вони ділилися своїм досвідом щодо прийняття рішень у центральному банку і допомагали впроваджувати необхідні зміни.

Одним із головних результатів роботи НБУ впродовж останніх 12 місяців стало вироблення стратегії запровадження режиму ІТ та оприлюднення цілей діяльності Національного банку. Ухвалена стратегія вже дає позитивні результати: рівень інфляції поступово знижується і наближається до цільових показників. До кінця 2016 року споживча інфляція в річному вимірі має становити близько 12%, а наприкінці 2019 року – близько 5%. Змінилася система прийняття рішень, ефективно працює новостворений Комітет з монетарної політики. Триває процес розроблення ефективного механізму монетарної трансмісії, якісно змінюється операційний дизайн процентної політики.

Досвід упровадження режиму ІТ в Україні свідчить про те, що його успішність значною мірою визначається наявністю політичної волі до змін. Не існує країн, які б виконали всі передумови для переходу до ІТ. Ці передумови зазвичай створюються вже в процесі функціонування нового режиму.

Д. Сологуб зазначив, що вплив центрального банку на економіку не є абсолютним, тому для успішної реалізації ІТ необхідні структурні зміни. Тільки комплексні заходи уряду та центрального банку сприятимуть досягненню цінової та фінансової стабільності.

Грунтовну доповідь *“Інфляційне таргетування в країнах із ринками, що розвиваються: досвід Польщі”* представив член європейського парламенту **Даріуш Розаті**, який брав безпосередню участь у впровадженні цього монетарного режиму Національним банком Польщі.

Розробка плану впровадження ІТ розпочалася в Польщі у 1997 році, одразу після прийняття Закону “Про Національний банк Польщі”. Цей закон наділяв центральний банк повною незалежністю і визначав його головною метою забезпечення цінової стабільності. Для досягнення цінової стабільності в 1998 році у Національному банку Польщі було створено новий орган – Раду з монетарної політики. Незважаючи на те, що пряме ІТ в Польщі запроваджено в 1999 році, в країні до 2000 року зберігався контрольований обмінний курс злотого.

Умови для переходу до ІТ в Польщі не були ідеальними. Запровадженню ІТ передували роки гіперінфляції. Впродовж тривалого часу довелося докладати значних зусиль для зменшення рівня інфляційних очікувань. Вплив немонетарної інфляції був великим суттєвим. Спостерігалася значна надлишкова ліквідність банківської системи, що ускладнювало роботу трансмісійного механізму монетарної політики. У певні періоди монетарні інструменти доповнювалися обмежувальними заходами, спрямованими на зниження інфляції.

Після зниження інфляції до помірного рівня основу подальшої успішної реалізації стратегії становили незалежність регулятора та прогнозування. Для запобігання появі звинувачень у маніпуляціях Національний банк Польщі оприлюднив методологію прогнозування. Водночас оскільки не існує моделі, яка б із високою вірогідністю відображала всі можливі впливи на економіку, то у Раді з монетарної політики завжди залишалася можливість використання гнучкого підходу при визначенні рівня ключової ставки. При цьому прозорість була і залишається важливою складовою успіху ІТ.

На думку Д. Розаті, уроки для України, які базуються на польському досвіді впровадження ІТ, є такими: ІТ засвідчило свою ефективність у країнах із ринками, що розвиваються. На ранніх етапах у перехідних економіках інфляцію визначають здебільшого немонетарні фактори, які зменшують ефективність монетарної політики. Ця ефективність також залежить від рівня монетизації та обсягів кредитування економіки. ІТ більше ефективно для підтримання інфляції в певному діапазоні, а не для її зменшення з високих рівнів. Оптимальний діапазон інфляційних цілей не повинен бути занадто вузьким для збереження можливості проводити гнучку монетарну політику. Вихід за межі цільових орієнтирів негативно позначається на репутації регулятора. Обов’язковою складовою успішного досягнення інфляційних орієнтирів є послідовне дотримання обраної комунікаційної стратегії. Політика банку має спрямовуватися на перспективу. Середньострокова ціль – ключова складова стратегії, короткострокові цілі є допоміжними.

Наприкінці доповіді Д. Розаті наголосив: розвиток глобальної фінансової кризи засвідчив, що ІТ не є панацеєю. Виключно за допомогою регулювання обсягу грошей неможливо вирішити низку проблем в економіці, зокрема запобігти появі “бульбашок” на окремих ринках. На його думку, одного такого інструменту недостатньо для забезпечення і цінової, і фінансової стабільності. Можливо, для досягнення і збереження фінансової стабільності центральному банку треба мати більше інструментів, а можливо, для цього має бути створена інша незалежна агенція.

Заступник голови Банку Швеції **Пер Янссон** представив доповідь *“Сучасне інфляційне таргетування: час змінювати?”*. У дев’яностих роках минулого століття економічні передумови для впровадження режиму ІТ у Швеції були несприятливими. Економіка була перегрітою, заробітні плати і соціальні виплати постійно зростали, рівень безробіття знижувався, рівень інфляції був досить високим, усі очікували на девальвацію, державний борг зростав. Проте завдяки проведеним структурним реформ, зокрема в площині фіскальної політики, економіка країни збалансувалася, було створено передумови для запровадження ІТ. Підготовчий період тривав п’ять років.

Крім того, важливо, щоб центральний банк не ускладнював процес переходу до ІТ. Зокрема, небажано розпочинати діалог із громадськістю щодо нового монетарного режиму з публікації Інфляційного звіту, який більше орієнтований на аналітиків. Подавати інформацію доцільно у зрозумілому і доступному для більшості населення форматі. Інформаційна стратегія має бути виваженою. Потрібна відкритість, але шлях до цієї мети має бути поступовим. Необхідно вміло використовувати кредит довіри від суспільства.

П. Янссон зазначив, що “не потрібно робити вигляд, ніби ви можете більше, ніж можете насправді”. Варто уникати генерування очікувань, які неможливо реалізувати, оскільки їх невиконання призведе до розчарування і втрати довіри. Необхідно завчасно розробити сценарій дій на випадок відхилення від інфляційної цілі. За інфляційного таргетування важливіше досягати бажаного тренду інфляції, ніж кількісної цілі.

Досягнувши проміжних або кінцевих цілей, центральний банк має розуміти, що кредит довіри населення та бізнесу необхідно постійно підтримувати. З цієї метою Ріксбанк систематично оприлюднює протоколи засідань і нарад з питань монетарної політики, звіти щодо грошово-кредитної політики, які містять прогнози. Особливої уваги потребують прогнози. Необхідно бути дуже обережними з ними. “За всі дані, що ви публікуєте, ви несете відповідальність. Відкритість центрального банку та довіра з боку громадськості забезпечили успіх ІТ в Швеції” – зазначив П. Янссон.



Представник канадського Університету Квінз **Джон Мюррей** у дослідженні “**25 років інфляційного таргетування: досвід Канади**” акцентував увагу на важливих аспектах практичного впровадження ІТ. На його думку, незважаючи на відмінності між розвинутими країнами та країнами з ринками, що розвиваються, у практичній площині розбіжності в реалізації ІТ центральними банками таких країн не є принциповими.

Крім того, не потрібно ускладнювати режим ІТ. “Інфляційне таргетування – дуже простий механізм, який потребує лише чіткості і прозорості. Це просто й водночас дуже важливо, адже це дисциплінує центробанк, забезпечує підзвітність, допомагає коригувати очікування громадськості та бізнесу. Транспарентність є важливою складовою успішної політики”, – наголосив Д. Мюррей.

Як показав час, для Канади режим ІТ виявився найефективнішим (порівняно з попередніми монетарними режимами). Д. Мюррей розповів про особливості режиму ІТ у Канаді в різні періоди: до глобальної фінансової кризи, у процесі розвитку кризи та в післякризовий час.

Канада є другою у світі країною після Нової Зеландії, яка запровадила ІТ за порадою уряду та однією з перших після Другої світової війни встановила гнучкий обмінний курс національної валюти. Спочатку процес запровадження ІТ зазнавав критики й викликав недовіру. Навіть МВФ вважав, що впровадження ІТ не є зваженим рішенням. Із часом позиція суспільства й МВФ змінилася, але це сталося лише після того, як результати впровадження ІТ перевершили очікування: спад виробництва уповільнювався, процентні ставки стабілізувалися. Доповідач також підкреслив, що однією з умов успішності ІТ в Канаді є реалістичні цільові орієнтири та взаємодія центрального банку з урядом і громадськістю.

Наприкінці доповіді Д. Мюррей розглянув питання доцільності підвищення інфляційних цілей. Нині серед експертів обговорюється питання про перспективи таргетування рівня цін у взаємозв'язку з рівнем доходів громадян. Цей напрям має значний потенціал для посилення ефективності монетарної політики центрального банку. За словами Д. Мюррея, існують підтвердження того, що нетрадиційна монетарна політика є ефективною, а отже, новітні креативні інструменти в арсеналі центрального банку мають великі перспективи.

## Дослідницька секція 5.

### “Актуальні питання ринку праці та циклічності ділової активності”

**Маріанна Кудляк** (Федеральний резервний банк Сан-Франциско) представила дослідження “**Оцінка використання ресурсів на ринку праці**”, співавторами якого є **Андреас Хорнстейн** (Федеральний резервний банк Річмонда) та **Фабіан Ланге** (Університет МакГілла, Канада).

Ситуація на ринку праці завжди перебуває в зоні пильної уваги урядових структур США як на рівні кожного штату, так і на федеральному. Зокрема, забезпечення високого рівня зайнятості у поєднанні з низькою інфляцією є основною метою діяльності Федеральної резервної системи США. З 2007 року в США спостерігається суперечлива ситуація: при зменшенні рівня безробіття рівень участі робочої сили також знижується. Тому постає питання: чи справді у США відбувається недовикористання ресурсів на ринку робочої сили? З метою глибшого аналізу цього питання автори дослідження розробили Індекс незайнятості Хорнстейна-Кудляк-Ланге (NEI) на основі результатів щомісячних опитувань 160 тисяч домогосподарств, яке проводить Бюро трудової статистики Міністерства праці США.

Основними відмінностями розрахованого індексу від стандартного рівня безробіття є те, що NEI враховує не тільки безробітних, а й незайнятих (тобто осіб, виключених із переліку робочої сили, до яких належать безробітні, котрі припинили пошуки роботи, пенсіонери, студенти, інваліди та решта незайнятих, що виділена в окрему групу). Різні групи безробітних та незайнятих включаються в розрахунок індексу з урахуванням ваги, що визначається як імовірність повернення цих груп на ринок праці, в тому числі щодо осіб із частковою зайнятістю. Вивчення ймовірності для безробітних із кожної групи знайти нову роботу дає змогу також розробити стратегію їх подальшого працевлаштування.

Між фактичним рівнем безробіття та NEI існує прямий зв'язок. Зокрема, до 2007 року та після 2013 року NEI та фактичний рівень безробіття дають однакову оцінку використанню робочої сили. Але протягом 2007 – 2013 років показник фактичного рівня безробіття завищує недовикористання робочої сили.

**Юлія Дем'яник** (Федеральний резервний банк Клівленда) представила спільне дослідження з **Оленою Лушкіною** та **Даніелем Мерфі** з Університету Вірджинії “**Чи можуть нові запозичення вирішити проблему заборгованості?**”. Високий рівень споживчого боргу зробив значний внесок у глибину рецесії в 2008 році та стримував економічне відновлення в подальшому. Чи може фіскальна політика бути ефективною, коли домогосподарства змушені відмовлятися від запозичень, та чи може вона пом'якшити несприятливі наслідки споживчого боргового тягара – основні питання дослідження.



Оскільки видатки на оборону в США посідають третє місце серед державних витрат після медичного та соціального страхування, дослідження базувалося на аналізі даних щодо витрат Департаменту оборони США в 1966 – 2006 роках (на рівні окремих контрактів, що включали суму, строк контракту та штат, де контракт виконувався). Видатки на оборону повністю залежать від політичної волі – піки таких витрат припадають на періоди проведення військових кампаній та не залежать від регіональних умов. Це дає змогу оцінити вплив фіскальної політики на економічне зростання в умовах різного рівня заборгованості домогосподарств у кожному штаті.

Згідно з модельними розрахунками фіскальний мультиплікатор вищий у регіонах із вищим рівнем споживчої заборгованості. Таким чином, стимулююча фіскальна політика ефективна навіть за значного боргового навантаження на домогосподарства в умовах рецесії. Але при цьому недостатньо доказів, що стимулювання економіки відбувається через механізм розширення споживання домогосподарств.

**Ілка Кохонен** (Інститут перехідних економік, Банк Фінляндії) презентував дослідження “Аналіз бізнес-циклів Китаю та їхній вплив на інші країни світу”, яке було здійснено на основі мета-аналізу більш як 70 праць інших авторів. Основний зміст дослідження полягає в оцінюванні впливу гальмування темпів економічного зростання Китаю або розбалансування китайської економіки на розвиток інших країн світу.

Дослідження проводилося за двома основними сценаріями: “жорстке приземлення”, що передбачає зростання частки споживання у ВВП на 5 в. п., та “помірне розбалансування”, за якого зростання ВВП Китаю не перевищить 5%, а частка споживання у ВВП збільшиться на 1 в. п. “Жорстке приземлення” матиме найбільший негативний вплив на ВВП азійських країн та Австралії, більш помірний – на Єврозону, Росію та США. Також серед секторів економіки найбільше постраждають будівництво, добувна та переробна промисловість, тоді як зростання в секторі послуг та сільському господарстві прискориться. Таким чином, бізнес-цикли Китаю тісно корелюють із ситуацією в інших країнах, особливо країнах Азії та США. Зміни в Китаї матимуть різний вплив на економіки різних країн та різні сектори, але поки економіка Китаю зростатиме, вплив буде позитивним.

Вагомим каналом впливу Китаю на економіку інших країн є фінансовий канал. Можлива лібералізація руху капіталу Китаєм матиме значний вплив на фінансові ринки як розвинутих країн, так і країн з економіками, що розвиваються, протягом тривалого часу. Хоча світові фінансові зобов’язання практично не зміняться, може відбутися перетікання капіталу з Китаю до інших країн та приплив спекулятивного капіталу до Китаю, зміниться розмір валютних резервів. Чистий ефект наразі оцінити важко, але відбуватиметься зміна в портфелях активів та їх відносних цінах. Таким чином, дослідження впливу лише через торговельний канал є недостатнім. Враховуючи розвиток фінансових зв’язків, поширення фінансової вразливості з Китаю в інші частини світу є цілком імовірним.

Прикінцеве слово для учасників дослідницької конференції виголосив Тимофій Милованов із Київської школи економіки. Він підкреслив, що Україна змінюється якісно. Свідченням цього є зокрема проведення Національним банком України першої дослідницької конференції. Україні необхідні якісні економічні дослідження для прийняття обґрунтованих і зважених рішень, і Національний банк може бути рушійною силою для їх проведення.

## Література

- Armenter R. (2013). The Perils of Nominal Targets. FRB of Philadelphia Working Paper No. 14-2.
- Carvalho C., Eusepi S., Moench E. (2015). In Search of a Nominal Anchor: What Drives Long-Term Inflation Expectations? University of Oregon. The Department of Economics. Working Paper.
- Dedola L., Nakov A. (2014). State-Dependent Pricing and the Paradox of Flexibility. ESSIM.
- Fidrmuc J., Korhonen I. (2015). Meta-analysis of Chinese business cycle correlation. BOFIT Discussion Papers. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Gorodnichenko Y., Sheremirov V., Talavera O. (2014). Price Setting in Online Markets: Does IT Click?. NBER Working Papers 20819, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hornstein A., Kudlyak M., Fabian L. (2014). Measuring Resource Utilization in the Labor Market. Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, issue 1Q, pp. 1-21.
- Livshits I., Schoors K. (2009). Sovereign Defaults and Banking. University of Western Ontario. Working Paper.
- Nikolsko-Rzhevskyy A., Papell D., Prodan R. (2013). (Taylor) Rules versus Discretion in U.S. Monetary Policy. Working Papers 2013-198-44, Department of Economics, University of Houston.
- Obstfeld M. (2015). Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalization. BIS Working Papers No 480..