

Буковинський С.А.,
кандидат економічних наук, доцент,
заслужений економіст України,

Гриценко А.А.,
доктор економічних наук, професор,
заслужений працівник освіти України,

Кричевська Т.О.,
кандидат економічних наук

СЕРЕДНЬОСТРОКОВА МОНЕТАРНА СТРАТЕГІЯ ТА ПРОБЛЕМИ ЇЇ ФОРМУВАННЯ Й РЕАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ¹

Розкрито роль і завдання монетарної стратегії як траєкторії зміни монетарного устрою та її комунікації в контексті завдань соціально-економічного розвитку. Виявлено основні макро-економічні й інституційні передумови, обґрунтовано базові положення, показано проблеми інституційної дієвості середньострокової монетарної стратегії в Україні.

The role and tasks of monetary strategy as a monetary framework change path and its communication are exposed in the context of socio-economic development goals. The main reasons of adoption, the basic principles and the problems of institutional effectiveness of the medium-term monetary strategy in Ukraine are investigated.

Монетарна стратегія в контексті завдань соціально-економічного розвитку

Монетарна політика в Україні здійснюється у складних соціальних, економічних і політичних умовах. Геополітичне роздоріжжя; інституційна мозаїка зі “старих”, недобудованих “проміжних”, імпортованих і нових інститутів, що постійно генерує дисбаланси в різних сферах та вимагає точкових антикризових заходів; слабка владна вертикаль; процеси економічної й особливо фінансової глобалізації, що дедалі більше формують економічне життя країни, не зустрічаючи системних національних обмежень, — це далеко не повний комплекс проблем, які постають перед Україною. У цьому контексті народжується інституційний запит² на формування довгострокової стратегії соціально-економічного розвитку.

Спроб розробити таку стратегію в Україні було багато, і попри невдачі, інституційний запит на неї залишається. Свідченням цього є відповідні ініціативи з боку представників великого бізнесу (зокрема, створення фонду “Ефективне управління” та розробка ним Концепції економічного розвитку України). Щодо

¹ Статтю підготовлено в рамках науково-дослідного проекту “Грошово-кредитна політика Росії і України на сучасному етапі: нові виклики і можливі відповіді”, затвердженого за результатами спільного конкурсу НАН України і Російського гуманітарного наукового фонду 2008 року.

² Інституційні трансформації та соціально-економічний розвиток: Мат-ли міжнар. наук. конф. Ч. 1. Виступ акад. НАН України В.М. Гейця // Економічна теорія. — 2008. — № 2. — С. 93.

відповідної діяльності політичних сил, то вже кілька років поспіль стратегічні завдання економічного розвитку ставляться лише в передвиборних політичних програмах і не переходять після перемоги відповідної політичної сили в більш формалізовану й реалістичну площину.

У зв'язку зі сказаним постає запитання: чи доцільно в такій ситуації говорити про потребу в середньостроковій монетарній стратегії? Прийняття монетарної стратегії у формі окремого документа не дуже поширене у світовій практиці. У такому вигляді вона існує в Чеській Республіці (там на офіційному сайті центрального банку розміщено 20 різних стратегічних документів), у Польщі. А найвідомішим документом є, звичайно, Стратегія монетарної політики Європейського центрального банку.

То яке місце в інституційній архітектоніці монетарної сфери займає монетарна стратегія? Ми виділили б дві її функції — внутрішню й зовнішню. Внутрішню функцію, на нашу думку, виражає визначення категорії “стратегія” російським науковцем В. Полтеровичем: “Під стратегією слід розуміти траєкторію зміни інститутів і економічної політики, що з'єднує поточний стан з бажаним”³. І у випадку Європейського центрального банку (ЄЦБ), і в Польщі та Чеській Республіці стратегія монетарної політики характеризує зміни, які відбуваються у фундаментальних основах проведення цієї політики. Якщо Стратегія монетарної політики ЄЦБ характеризує принципи прийняття рішень новим органом монетарної влади, то стратегічні документи центральних банків Чеської Республіки й Польщі відображають власне перехідні стани монетарного устрою — траєкторію зміни такого устрою в їхньому випадку до моменту запровадження євро.

Зовнішня функція монетарної стратегії як інституту полягає у впливі на суспільні очікування, що, як відомо, є важливим фактором ефективності макроекономічної політики. У сучасній практиці монетарної політики управління суспільними очікуваннями відбувається на двох рівнях: 1) надання короткострокових сигналів про майбутні дії монетарної влади та 2) формування суспільної оцінки відповідності сукупності окремих дій монетарної влади оголошеним довгостроковим цілям монетарної політики.

На першому рівні економічні агенти оцінюють заяви органів влади та їх представників і намагаються віднайти в них так звані кодові слова, аби передбачити наступні рішення щодо монетарної політики й оптимізувати свою поведінку на короткостроковий період (до ухвалення відповідного рішення органом монетарної влади). Особливе значення такої “пошук кодів” має для фінансових ринків. У короткостроковій комунікації центральний банк балансує між наданням економічним агентам певних сигналів та роз'ясненням суспільству, що монетарна політика здійснюється в умовах невизначеності.

³ Полтерович В. Стратегии модернизации, институты и коалиции // Вопросы экономики. — 2008. — № 4. — С. 13.

Другий (середньо- й довгостроковий) рівень управління суспільними очікуваннями забезпечує монетарна стратегія. На цьому рівні економічні агенти роблять висновки про те, як монетарна політика реагує на екзогенні шоки пропозиції й попиту, на підставі яких оптимізують свою поведінку. Як і на короткостроковому рівні комунікації, проблема центрального банку полягає в тому, що визначена законодавчо мета центрального банку далеко не завжди виконується буквально і сфера оптимізації не описується реченням чи абзацом у нормативному або іншому офіційному документі. Тому завданням монетарної стратегії як довгострокової комунікації стає пояснення суспільству меж визначених законом повноважень центрального банку й цілей монетарної політики, формування суспільної оцінки їх оптимальності та позитивних очікувань щодо спроможності центрального банку їх виконувати.

Отже, інституційна потреба в монетарній стратегії може постати в умовах зміни монетарного устрою, особливо якщо його коригування відбувається поступово, причому поступово не просто в сенсі технічних і організаційних характеристик, а й базових елементів, які впливають на суспільні очікування, таких як номінальний якір.

Чи може бути монетарна стратегія прийнята й успішно втілена без існування загальної економічної стратегії? Звичайно, якби в нас існувала така загально-економічна стратегія, то монетарну політику потрібно було б із нею узгодити. Тут ми підходимо до ключових питань монетарної економіки — нейтральності грошей і доцільності використання монетарної політики для макроекономічного стимулювання. Ці питання по-різному розв'язуються в рамках теорії кейнсіансько-неокласичного синтезу й монетарної політики, націленої на цінову стабільність. А сучасна світова практика є набагато складнішою від теоретичних постулатів. Монетарне регулювання у вигляді державного контролю над кредитами (як у випадку Японії й Південної Кореї) чи підтримки заниженого обмінного курсу національної валюти (як у Китаї) було невід'ємною складовою моделі економічного прориву. Але поки що жодна з країн із перехідною економікою не має надійних національних систем реагування на сучасні виклики, а досвід азійських країн надто специфічний для його копіювання.

В Україні підтримання досить високих темпів економічного зростання потрібне для розв'язання завдань наближення до рівня високорозвинутих країн. При цьому необхідно здійснити структурну перебудову та підвищити життєвий рівень населення. А через високий рівень інфляції в останні роки й ризик втрати контролю над нею питання цінової стабільності виступають на перший план. За такої ситуації монетарна політика в координації із загально-економічною політикою повинна орієнтуватися на такий рівень інфляції й такі монетарні механізми, які дали б змогу знайти адекватний стану економіки компроміс між розв'язанням завдань економічного зростання та цінової стабільності.

Основними завданнями монетарної стратегії в Україні є такі:

— визначення траєкторії модифікації чинного монетарного устрою, маючи на меті усунення накопичених у монетарній сфері диспропорцій;

— забезпечення розуміння діловими колами й суспільством у цілому траєкторії зміни монетарного устрою;

— зменшення так званих вторинних ефектів (у вигляді зростання інфляційних очікувань, розкручування спіралі “зарплата — ціни”, закладення підвищених ризиків у прибутки) від неминучих зовнішніх шоків;

— підготовка технології ефективнішого монетарного регулювання в тій частині, що залежить від центрального банку;

— забезпечення професійної пропозиції всім політичним силам і органам виконавчої влади щодо шляху забезпечення стабільності в монетарній сфері.

Середньострокова монетарна стратегія має посилити довіру до економічної влади у країні, стати опорою у прийнятті ділових інвестиційних рішень, сприяти підвищенню фінансової культури населення.

Пошуки оптимального монетарного режиму в Україні

За відправну точку аналізу візьмемо 1996 рік, коли було покладено початок розбудові незалежної монетарної політики. У Конституції України було визначено основну функцію Національного банку України — забезпечення стабільності грошової одиниці — та встановлено новий порядок призначення керівних органів НБУ. Прямий контроль розробки та здійснення монетарної політики з боку Верховної Ради України й уряду замінено делегуванням повноважень колегіальному органу — Раді НБУ. Хоча ці конституційні норми не конкретизовано в законодавстві до 1999 року, їх було достатньо, щоб центральний банк дістав можливість проводити не завжди популярну, але необхідну політику фінансової стабілізації. Відразу після запровадження національної грошової одиниці почала здійснюватися політика валютних коридорів, яка створювала певні рамки для девальваційних очікувань, але водночас залишала можливість для коригування економічних дисбалансів із допомогою використання обмінного курсу.

У 1999 році ухвалено Закон “Про Національний банк України”⁴, яким було визначено його правовий статус як центрального банку, а також закріплено (відповідно до світової практики) формулювання щодо його підзвітності й незалежності. Згідно із Законом основною функцією Нацбанку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. На виконання своєї основної функції НБУ сприяє утриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, цінової стабільності. З цього формулювання випливає, що забезпечення стабільності грошової одиниці як мети Національного банку доповнюється питаннями дотримання стабільності банківської системи й цінової стабільності. У Законі дається досить специфічне визначення цінової стабільності: “Цінова стабільність — утримання системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України”. У цьому визначенні не дається оцінки цінової стабільності й акцентується увага лише на одному чиннику інфляції —

⁴ Закон України “Про Національний банк України” // Відомості Верховної Ради. — 1999. — № 29. — С. 238.

курсівому. Зміст даного положення може трактуватися як легітимізація монетарного режиму, побудованого на курсовій прив'язці. Також постає питання про розподіл відповідальності за цінову стабільність між Нацбанком і Кабміном. У Законі України “Про Кабінет Міністрів України”, зокрема, зазначається, що уряд “забезпечує проведення державної фінансової та податкової політики, сприяє стабільності грошової одиниці України., забезпечує проведення державної політики цін, здійснює державне регулювання ціноутворення”⁵.

Документом, у якому Національний банк визначає свою політику, є Основні засади грошово-кредитної політики, які повинні передбачати комплекс змінних індикаторів фінансової сфери, що надають йому можливість із допомогою інструментів (засобів і методів) грошово-кредитної політики здійснювати регулювання грошового обігу та кредитування економіки з метою забезпечення стабільності грошової одиниці України як монетарної передумови для економічного зростання й підтримки високого рівня зайнятості населення. Законодавчо питання розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю їх виконання покладено на Раду НБУ. За визначенням поняття “основні засади грошово-кредитної політики” важко дійти розуміння щодо статусу кількісних параметрів, які мають бути наведені в даному документі: чи є вони цілями, чи прогнозами, чи певними індикативними орієнтирами. У Законі вказується лише вхідна інформація для розробки основних засад грошово-кредитної політики, а саме: вони ґрунтуються на головних критеріях та макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрах економічного й соціального розвитку України на відповідний період, що включають прогнозні показники обсягу валового внутрішнього продукту, рівня інфляції, розміру дефіциту державного бюджету та джерел його покриття, платіжного й торгового балансів, затверджених Кабінетом Міністрів України.

У лютому 2000 року спільною заявою КМУ та НБУ про курсову політику було де-юре запроваджено режим керованого плавання гривні. Як буде далі проводитися монетарна політика, які стратегічні цілі вона перед собою ставить — про це не йшлося в жодному офіційному чи інформаційному документі.

Того ж року була сформована Рада Національного банку України, якою затверджено положення про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю їх виконання, де передбачалося визначення таких показників, що характеризують основні засади грошово-кредитної політики: 1) індекс споживчих цін (у відсотках, грудень до грудня попереднього року); 2) монетарна база (обсяг і темпи зростання до попереднього року); 3) грошова маса (обсяг і темпи зростання до попереднього року); 4) обмінний курс гривні до долара США (середній за період).

⁵ Закон України “Про Кабінет Міністрів України” // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 25. — С. 241.

В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік уперше з'являється положення про монетарний устрій, до якого наблизатиметься система формування й реалізації монетарної політики в Україні: “Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції...”.

У 2004 році було сформульовано, яким має бути монетарний режим у країні в контексті стратегічних цілей держави. Це підтримання стабільності гривні як передумова поступового переходу від екстенсивного економічного зростання до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі й досягнення довгострокових соціальних, структурних та інституційних цілей. Зазначалося, що забезпечення виконання такого завдання зумовлює необхідність розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари й послуги, обмінного курсу та процентних ставок, їх співвідношення й, за потреби, вплив на них засобами грошово-кредитної політики.

Водночас у тому періоді вказувалося, що мають створюватися “умови для поступового переходу до таргетування інфляції”. Зазначалося, що серед кількісних показників інфляція є цільовим орієнтиром, на який буде спрямована грошово-кредитна політика. У документі визначалася й роль кількісних параметрів монетарної бази і грошової маси: з метою досягнення інфляційного орієнтира підтримуватиметься така динаміка монетарних агрегатів, яка, з одного боку, задовольняла би попит економіки на гроші, а з другого — не створювала загрози для динаміки споживчих цін. Було окреслено стратегічний і тактичний підходи до обмінного курсу, визначено, що стратегічним орієнтиром валютно-курсової політики виступатиме динаміка реального ефективного обмінного курсу, оцінка якого дає змогу вживати заходи, спрямовані на забезпечення ефективності українського експорту, нарощування міжнародних валютних резервів, створення макроекономічних умов фінансової стабільності.

Концепція розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці була, з одного боку, осмисленням тогочасної практики проведення монетарної політики, яка в умовах низької монетизації й відновлювального зростання після глибокої кризи пішла шляхом активної ремонетизації економіки, усвідомленням необхідності руху до цінової стабільності як головної мети монетарної політики та неможливості відмовитися в тих умовах від валютного курсу як якоря стабільності грошової одиниці. З другого боку, це було оприлюднення середньострокових принципів грошово-кредитної політики. Концепція розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці також пояснювалася й обґрунтовувалася в наукових працях⁶.

У наступні роки підтверджено стратегічний напрям на таргетування інфляції. Так, у 2005-му було зафіксовано, що Національний банк здійснюватиме роботу

⁶ Див., наприклад: *Гриценко А.А.* Стабільність грошової одиниці і шляхи її забезпечення // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. — К., 2003; *Гриценко А.А.* Развитие форм обмена, стоимости и денег. — К.: Основа, 2005. — 192 с.

щодо формування передумов для переходу до таргетування інфляції, для чого співпрацюватиме з органами державної влади в напрямі створення ефективних інструментів і механізмів впливу на інфляцію та досягнення її цільового значення.

Політика розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці передбачає оперативний і гнучкий вибір тієї складової стабільності, яка на даний момент часу є найважливішою. У 2005 році виникла загроза спекулятивних атак у очікуванні ревальвації гривні, й у квітні цього року було ухвалено рішення про ревальвацію офіційного курсу гривні з 5,3 до 5,05 грн за 1 дол. США, що було неоднозначно сприйнято в суспільстві й ділових колах. Можливість таких дій відповідала офіційно проголошеному курсовому режиму керованого плавання, але єдиним документом, що давав уявлення про майбутню грошово-кредитну політику, були Основні засади грошово-кредитної політики, в яких на 2005 рік передбачалися інші орієнтовні значення обмінного курсу — від 5,27 до 5,31 грн за 1 дол. США.

Утім, головна інституційна проблема полягала у відсутності середньострокової монетарної стратегії: ділові кола не володіли інформацією, в якому напрямі розвиватиметься монетарна політика, за якими принципами вона проводиться у відповідний період часу. Постало питання про необхідність прийняття такої стратегії. В Інституті економіки та прогнозування НАН України було підготовлено наукову доповідь на тему “Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основні засади формування в Україні”⁷. Сумніви виникали стосовно доцільності такого документа з огляду на розробку центральним банком інших документів концептуального характеру, щодо можливості існування середньострокової монетарної стратегії окремо, без середньострокової стратегії економічного розвитку. Після тривалих дискусій у Основних засадах грошово-кредитної політики на 2006 рік з’явилося положення про можливість і необхідність прийняття монетарної стратегії на три роки: “Досягнутий рівень монетарної зрілості економіки України, особливості етапу переходу до її більш стабільного розвитку, необхідність подальшої інтеграції у світовий економічний простір створюють умови для формування основних засад грошово-кредитної політики на підставі середньострокової монетарної стратегії, яку передбачається розробити на 2007—2009 роки”. Зазначалося, що в майбутньому фактичний курсовий режим буде змінюватися — забезпечуватиметься його гнучкість та створення засад для поступового переходу до вільного плавання як однієї з передумов таргетування інфляції. Передбачатиметься, що головним орієнтиром грошово-кредитної політики, який відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці, є індекс споживчих цін. Регулювання обмінного курсу спрямовуватиметься на підтримання цінової й фінансової стабільності. Показники монетарної бази і грошової маси є проміжними орієнтирами, які використовуються для розв’язання поточних завдань монетарного забезпечення

⁷ Гриценко А.А., Кричевська Т.О. Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основні засади формування в Україні / Ін-т екон. та прогноз. — К., 2006. — 144 с.

макроекономічної рівноваги. З 2007 року базові положення монетарної стратегії входять до складу Основних засад грошово-кредитної політики.

На початку 2006 року Національним банком затверджується план заходів із підготовки переходу до монетарного устрою, базованого на цінній стабільності, які націлені на створення умов для успішного запровадження інфляційного таргетування. Такими умовами мають бути законодавчі й інституційні основи забезпечення операційної та політичної незалежності центрального банку; прозорість і підзвітність; удосконалення транспарентності діяльності Національного банку України, системи комунікацій між Національним банком України, банківською системою й суспільством; дієва та функціональна банківська система; добре розвинуті фінансові ринки; ефективні інструменти здійснення монетарної політики; проведення моніторингу, моделювання і прогнозування інфляції, грошово-кредитного ринку й економіки. На сьогоднішній день у напрямі створення передумов для запровадження інфляційного таргетування досягнуто істотного прогресу.

У рамках першої групи заходів — щодо посилення незалежності центрального банку — підготовлено проект Зеленої книги “Консультації щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінної стабільності”. У проекті розглядаються інституційні проблеми, які обмежують вплив НБУ на цінну стабільність: 1) відсутність чітко визначеної цілі монетарної політики; 2) можливість політичного тиску на керівництво НБУ; 3) недостатньо ефективна комунікація НБУ з урядом і суспільством. Для розв’язання першої проблеми пропонуються дві альтернативи: встановлення стратегічної мети монетарної політики й меж відповідальності НБУ за її досягнення в Законі “Про Національний банк України” або встановлення інфляційної мети в угоді між Кабміном і Нацбанком та її спільне проголошення. Для розв’язання другої проблеми пропонуються зміни до Закону “Про Національний банк України”, спрямовані проти можливості звільнення голови НБУ “за поданням Президента України в межах його конституційних повноважень” та “внаслідок відставки за власною заявою з політичних причин”, а також подовження терміну перебування його на посаді з 5-ти до 7 років. Для розв’язання третьої проблеми пропонується законодавчо закріпити можливість використання центральним банком власних прогнозів при розробці Основних засад грошово-кредитної політики, а також розробити Стратегію комунікації НБУ⁸.

У рамках другої групи заходів щодо підготовки переходу до монетарного устрою, базованого на цінній стабільності, — вдосконалення транспарентності діяльності НБУ — зроблено такі кроки:

1) з I кварталу 2006 року кожні три місяці проводиться опитування щодо ділових очікувань понад 1200 керівників підприємств різних галузей, форм власності, розмірів і регіонів. Це є важливим джерелом інформації про інфляційні очікування й каналом комунікації з бізнесом;

⁸ Консультації щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінної стабільності: Зелена книга (проект від 7.03.2008). — <http://www.bank.gov.ua>.

2) підготовлено серію публікацій стосовно перспектив і наслідків переходу до інфляційного таргетування⁹;

3) проведено низку навчальних семінарів із питань інфляційного таргетування;

4) у травні 2008 року вперше випущено Інфляційний звіт;

5) розроблено проект роз'яснювального буклета для населення “Інфляційне таргетування: перспективи для України”.

Щодо третьої й четвертої груп заходів, які стосуються розвитку банківської системи й фінансових ринків, за участі Нацбанку підготовлено ряд проектів законодавчих актів із удосконалення механізмів функціонування й регулювання цих сфер.

У рамках п'ятої групи заходів — удосконалення інструментів грошово-кредитної політики — НБУ впроваджено ряд змін щодо операцій на грошовому ринку, націлених на підвищення ефективності регулювання ставок грошового ринку, яке, нагадаємо, є основною складовою операційного механізму інфляційного таргетування, а саме:

— замість попередніх механізмів овернайт запроваджено постійно діючу кредитну лінію овернайт та постійно діючу лінію проведення тендерів із розміщення депозитних сертифікатів овернайт. Таким чином, було створено коридор процентних ставок — один із важливих елементів регулювання грошового ринку;

— зроблено крок до запровадження ключового інструмента грошово-кредитної політики — двотижневого депозитного сертифікату. Національний банк змінив широкий набір депозитних інструментів депозитними сертифікатами овернайт, двотижневими й річними сертифікатами (з моменту запровадження відповідних змін двотижневі сертифікати були домінуючим інструментом серед строкових депозитних сертифікатів);

— спрощено механізм проведення різних типів операцій як із рефінансування, так і з поглинання ліквідності. Тепер рефінансування під заставу банк може отримати в день подання заявки. Було подовжено й час проведення операцій банків із НБУ з метою підвищення ефективності функціонування коридору процентних ставок;

— значно розширено перелік надійних застав для операцій із рефінансування, в тому числі й за рахунок депозитних сертифікатів НБУ, які в майбутньому можуть стати основним інструментом регулювання грошового ринку в Україні¹⁰;

⁹ Серед них: *Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І.* Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні: Наук. доповідь. — К.: Ін-т екон. та прогноз. НАН України, 2008; *Марійко Є., Ніколайчук С.* Оцінка рівноважних і циклічних компонент макро-економічних показників за допомогою фільтру Кальмана // Вісник НБУ. — 2007. — № 6; *Бринюк В.Г., Тарнавський М.О.* Запровадження системи опитувань щодо ділових очікувань керівників підприємств у Національному банку України, перші результати // Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики: Зб. мат-лів наук.-практ. конф. / Нац. банк України, Ін-т екон. та прогноз. НАН України. — К., 2007; *Половнюв Ю., Ніколайчук С.* Оцінка циклу ділової активності української економіки // Вісник НБУ. — 2005. — № 8. — С. 5—10; *Петрик О.І., Ніколайчук С.А.* Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні // Вісник НБУ. — 2006. — № 3. — С. 12—20.

¹⁰ *Йеджерсков С., Холтхаузен К., Карман А.* Україна — посилення впливу монетарних операцій: Звіт експертів Департаменту грошових і капітальних ринків Міжнародного валютного фонду. — С. 15—21.

— з жовтня 2007 року Нацбанк почав проводити позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів;

— введено в дію новий короткостроковий інструмент — своп (операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між банком і Національним банком щодо обміну іноземної валюти на національну валюту за офіційним курсом на дату здійснення операції на визначений термін та за відповідною процентною ставкою). Цей інструмент сприяє посиленню ролі процентної ставки як інструмента грошово-кредитної політики, переводячи частину операцій із іноземною валютою з валютного ринку на грошово-кредитний.

У Національному банку також розробляється проект Концепції розвитку валютного регулювання в Україні, яка має визначити послідовність дій щодо переходу від жорсткого контролю відпливу капіталу, що здійснюється згідно з Декретом про систему валютного регулювання і контролю від 1993 року, до цивілізованіших методів валютного регулювання, спрямованих на підвищення привабливості національної валюти.

Стосовно виконання шостої групи заходів — проведення моніторингу, моделювання та прогнозування інфляції, грошово-кредитного ринку й економіки, поперше, розроблено квартальну прогностичну модель, що використовується для моделювання впливу монетарної політики на реальний сектор економіки та дає змогу проаналізувати різні сценарії проведення монетарної політики з метою досягнення проголошених цілей, зокрема щодо інфляції; по-друге, щокварталу готується середньостроковий макроекономічний прогноз; по-третє, щомісяця розробляється оперативний документ “Макроекономічний огляд”; по-четверте, робочою групою з представників Держкомстату, НБУ й Мінекономіки підготовлено документ “Методичні положення щодо розрахунку показника базової інфляції”, за яким цей показник офіційно розраховується вже з 2008 року.

Хоча у створенні операційних і технічних передумов для переходу до монетарного устрою, базованого на цінній стабільності, досягнуто певних результатів, цілий ряд інституційних заходів так і не було впроваджено. Залишалось на порядку денному і ставало дедалі актуальнішим завдання дати бізнесу, фінансовим ринкам і суспільству кількісні та якісні орієнтири щодо того, яким буде монетарний устрій.

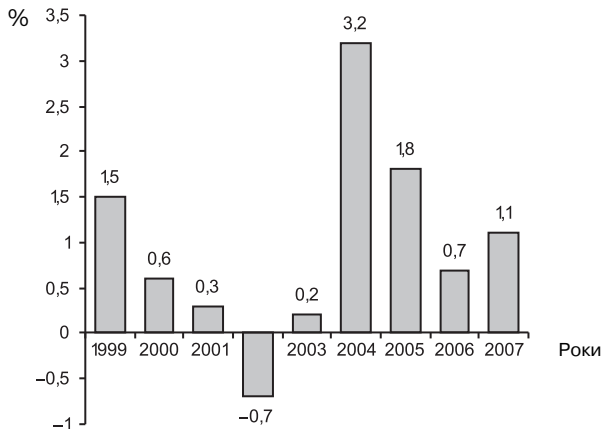
Передумови прийняття середньострокової монетарної стратегії в Україні

1. *Посилення внутрішньополітичної складової інфляційної динаміки та волатильності.* В останні роки дедалі більше вкорінюються соціальні критерії оцінки легітимності державної політики й економічного розвитку, що цілком природно в умовах зтяжненого трансформаційного процесу зі слабким соціальним ефектом економічних реформ та високого рівня політичної й соціальної напруженості у країні¹¹. При цьому економічний механізм політичного ділового циклу в Україні

¹¹ Україна в 2007 році: внутрішнє і зовнішнє становище та перспективи розвитку: Експертна доповідь. — К.: НІСД, 2007. — С. 67.

відрізняється від моделей, описаних у 1970-х роках. Спостерігається не лише експансійність фіскальної політики — потужний стимулюючий вплив на сукупний попит має соціальна політика й політика доходів.

Як бачимо, дефіцит бюджету по відношенню до валового внутрішнього продукту в роки економічного зростання є незначним, лише у 2004 році він перевищив 3% ВВП (рис. 1). Натомість інтенсивно зростають реальні наявні доходи й реальна заробітна плата. Як показано на рис. 2, вже з 2002 року спостерігається дуже істотне перевищення темпів приросту й реальної заробітної плати, й реального наявного доходу над розрахунковим темпом приросту продуктивності праці в економіці, а з 2004 року це перевищення набуло загрозливих розмірів. Особливо значним є розрив 2005 року, коли серйозні розходження між намірами та реальними кроками держави щодо вітчизняного бізнесу знизили ступінь довіри останнього до нової влади, а в самій владі виникли серйозні суперечності, що призвело до урядової кризи¹² та падіння темпів приросту ВВП майже в 4 рази (з 12,1% до 2,7%).



Джерело: побудовано за даними Бюлетеня НБУ.

Рис. 1. Відношення дефіциту зведеного бюджету до ВВП

В останні роки за пріоритет соціальної політики в Україні було обрано підтримку найбідніших прошарків, малозабезпечених, соціально вразливих, непрацездатних груп населення. Соціальні функції держави звужилися. Механічне збільшення ресурсного забезпечення соціальної сфери підмінило собою зміни, які мали б відбутися в її організації й технологіях соціальних потреб, що підвищило б ефективність соціальних витрат.

Сталось заміщення розвитку можливих напрямів соціальної політики постійним розширенням кількості різноманітних видів соціальної допомоги й пільг із низьким рівнем адресності. Так, у експертній доповіді “Україна в 2007 році: внутрішнє і

¹² Геєц В. Трансформационные преобразования в Украине: переосмысливая пройденное и думая о будущем // Общество и экономика. — 2006. — № 3. — С. 23—53.



Джерело: побудовано за даними Державного комітету статистики України. — <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Рис. 2. Динаміка продуктивності праці та реальних доходів населення й реальної зарплати

зовнішнє становище та перспективи розвитку” зазначено, що держава має зобов’язання з надання 156 видів соціальних пільг, гарантій і компенсацій 230 категоріям населення; систему пільг регулюють 46 нормативно-правових актів. Право на пільги мають 15 млн громадян, тобто майже третина населення, вартість задекларованих пільг становить 19—29 млрд грн на рік, що в декілька разів перевищує обсяг бюджетних коштів, які фактично виділяються на їх фінансування¹³.

Незбалансованість соціально-економічної політики вплинула на споживчу поведінку. У 2005 році темпи приросту заощаджень сповільнилися з 94,4% до 44,3%, а у 2006-му й 2007-му заощадження населення зменшувалися (у 2006 році — на 3,2%, а у 2007-му — на 11,7%). Відношення заощаджень до доходів у 2006 році знизилося до 9,4% (порівняно з 12% у 2005-му), а в 2007 році — до 6,3% (рис. 3).

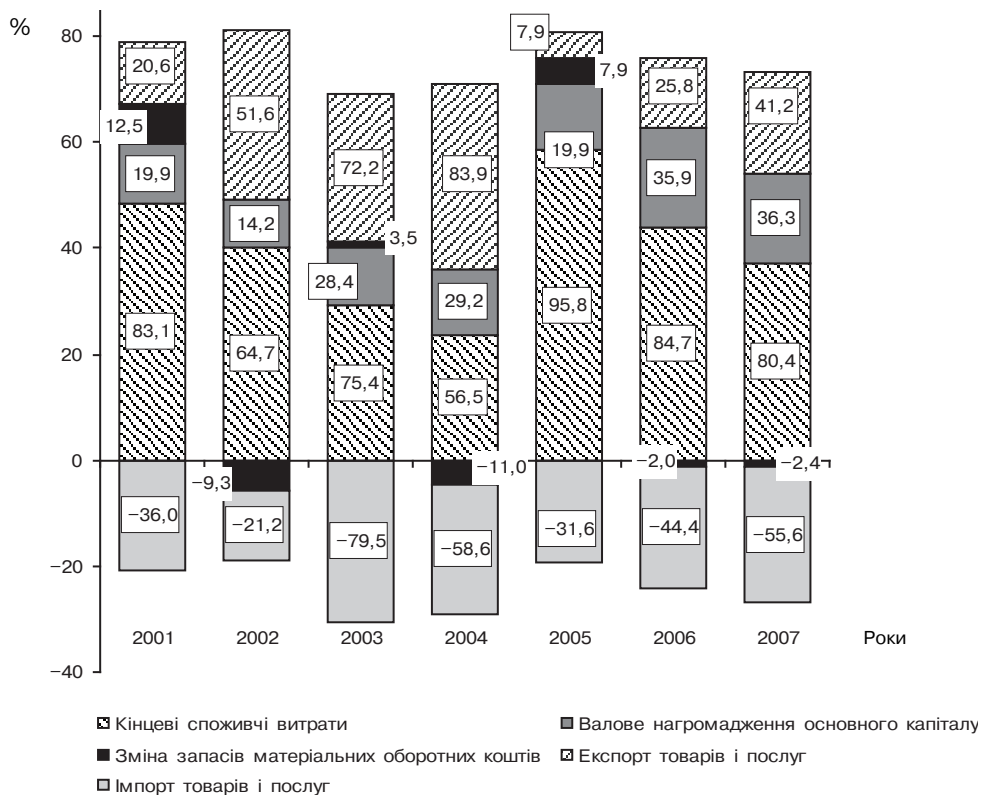
Як наслідок, в Україні формується споживчо-інвестиційна модель економічного зростання, яка за умов експорто орієнтованої структури економіки недостатньо стимулює внутрішню пропозицію, активно захожуючи імпорт (рис. 4). У 2002—2004 роках локомотивом економічного зростання значною мірою був експорт, відношення приросту якого до приросту ВВП у 2002-му становило 51,6%, в 2003-му — 72,2%, у 2004-му — 83,9%. Драматична зміна у структурі ВВП сталася

¹³ Україна в 2007 році: внутрішнє і зовнішнє становище та перспективи розвитку: Експертна доповідь. — К.: НІСД, 2007. — С. 115.



Джерело: побудовано за даними Державного комітету статистики України. — <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Рис. 3. Динаміка заощаджень населення та їх співвідношення до доходів, %



Джерело: побудовано за даними Державного комітету статистики України. — <http://www.ukrstat.gov.ua>.

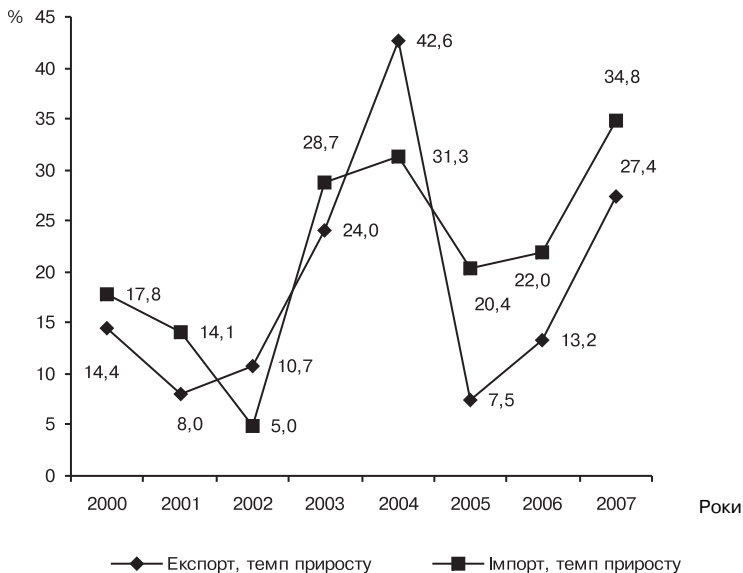
Рис. 4. Складові зростання ВВП за категоріями кінцевого використання, у % до величини приросту

2005 року, коли відношення приросту кінцевих споживчих витрат до приросту ВВП сягнуло майже 96 % (порівняно з 56,5 % у 2004-му), у 2006-му та 2007-му воно також залишається на високому рівні (відповідно 84,7 % і 80,4 %), дещо зменшившись за рахунок зростання інвестиційної складової приросту ВВП із 19,9 % у 2005 році до 35,9 % у 2006-му та 36,3 % у 2007 році (рис. 4).

Про структурні проблеми економічного зростання й характер фіскальної експансії свідчить аналіз структури приросту ВВП із боку пропозиції. У 2005 році сталося різке збільшення чистих податків: їх відношення до приросту ВВП зросло з 6,4 % у 2004 році до 21,6 % у 2005-му, майже досягнувши відповідного показника для приросту доданої вартості в переробній промисловості (яке у 2005 році становило 23,6 %).

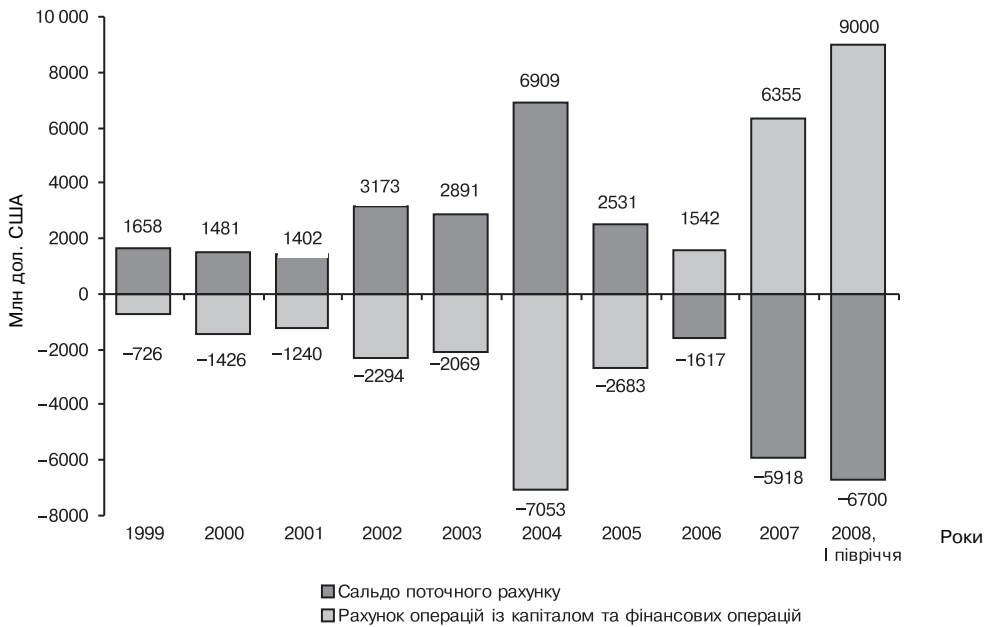
Відповідні тенденції 2008 року свідчать про загострення диспропорцій економічного розвитку: найбільшими темпами валова додана вартість зростала в торгівлі (за січень — червень — на 14,8 %), на другому місці — чисті податки (9,2 %) та на третьому, з помітним відривом від торгівлі, — переробна промисловість (8,9 %).

Значною мірою експорто орієнтована вітчизняна економіка не відреагувала належним чином на зростання попиту, й він дедалі більшою мірою почав задовольнятися за рахунок імпорту. Починаючи з 2005 року темпи зростання імпорту істотно перевищують відповідні показники для експорту (рис. 5). Як наслідок, у 2006-му вперше за роки економічного зростання спостерігалось від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу в розмірі 1,62 млрд дол. США, а у 2007 році воно зросло в 3,7 разу, сягнувши 5,9 млрд дол. (рис. 6).



Джерело: Платіжний баланс і зовнішній борг України. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.

Рис. 5. Динаміка експорту й імпорту



Джерело: Платіжний баланс і зовнішній борг України. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_yudan (перше півріччя 2008-го — попередні дані).

Рис. 6. Сальдо поточного рахунку та рахунок операцій із капіталом

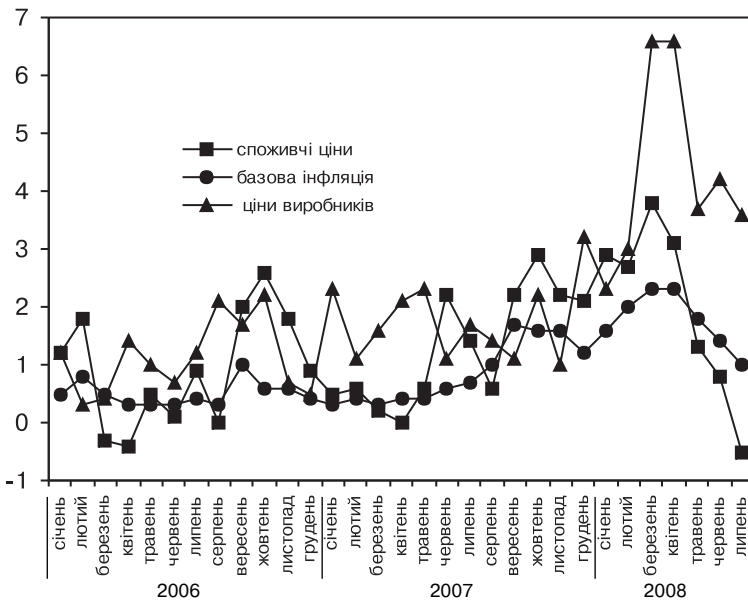
Усі ці процеси не могли не призвести до зростання інфляції. З 2004 року збільшення індексу споживчих цін перевищує 10 % (2004-й — 12,3 %; 2005-й — 10,3 %; 2006-й — 11,6 %; 2007-й — 16,6 %). За перше півріччя 2008 року інфляція споживчих цін зростає з початку року на 15,5 %, а в річному вимірі цей показник досяг уже 29,4 %.

Досить інтенсивно діють чинники інфляції витрат: зростання світових цін продовольчих товарів та цін на паливно-енергетичні ресурси. Особливо інтенсивною інфляція витрат була на початку 2008 року (див. рис. 7, динаміку цін виробників).

Сприятливе середовище для розгортання інфляції витрат створює висока енерго- й ресурсоемність економіки (наприклад, питоме споживання первинних паливно-енергетичних ресурсів в Україні у 2,4 разу вище за світовий показник і в 3,1 разу вище, ніж у країнах Європи)¹⁴. На підвищення внутрішніх продовольчих цін через імпорт впливає світова агроінфляція. За оцінками фахівців департаменту платіжного балансу НБУ, лише половину приросту продовольчого імпорту у 2007 році отримано за рахунок приросту фізичного обсягу, тоді як другу половину — за рахунок вищих цін¹⁵.

¹⁴ Україна в 2007 році: внутрішнє і зовнішнє становище та перспективи розвитку: Експертна доповідь. — К.: НІСД, 2007. — С. 88.

¹⁵ Литвицький В. Реінфляція-2007 // Вісник НБУ. — 2008. — № 2. — С. 3.



Джерело: побудовано за даними Державного комітету статистики України. — <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Рис. 7. Динаміка цін виробників, споживчих цін та базової інфляції у 2006-му — липні 2008 року, у % до попереднього місяця

Окрім зовнішніх, шокових, чинників інфляції витрат в Україні працюють внутрішні чинники у вигляді періодичних цінових коригувань у недореформованих енергетичному, агропромисловому, житлово-комунальному секторах. Інфляцію витрат генерує й загальна структура економіки, в якій приріст ВВП значною мірою відбувається за рахунок компонентів, що не збільшують внутрішньої пропозиції.

Загальновідомо, що боротьба з інфляцією витрат монетарними методами не є економічно ефективною — втрати від неї перевищують вигоди. Але в Україні поряд із інфляцією витрат прискорюється інфляція попиту.

Протягом періоду відновлювального економічного зростання в умовах валютно-курсової стабільності інфляції попиту запобігали динамічні процеси ремонетизації економіки. Але вже з липня 2007 року спостерігається зростання показника базової інфляції, а з травня 2008 року базова інфляція перевищує інфляцію споживчих цін (рис. 7). Загалом за сім місяців 2008 року базова інфляція сягнула 13,1 %, наблизившись до індексу споживчих цін (14,9 %); про значний потенціал інфляції витрат свідчить величина індексу цін виробників, яка за січень — липень 2008 року досягла 34,1 %.

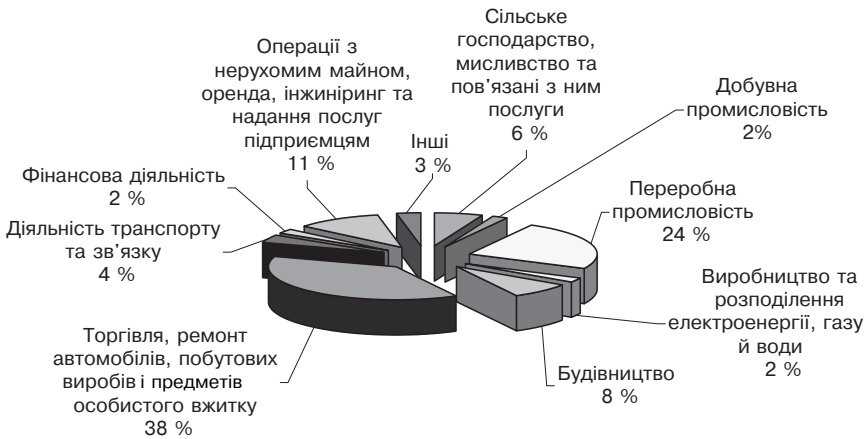
Свій внесок у інфляційні процеси зробила і кредитна система. З 2002 року спостерігається перевищення темпів зростання кредитування фізичних осіб над кредитуванням суб'єктів господарювання (рис. 8).



Джерело: побудовано за даними Бюлетеня НБУ.

Рис. 8. Динаміка кредитування бізнесу й населення

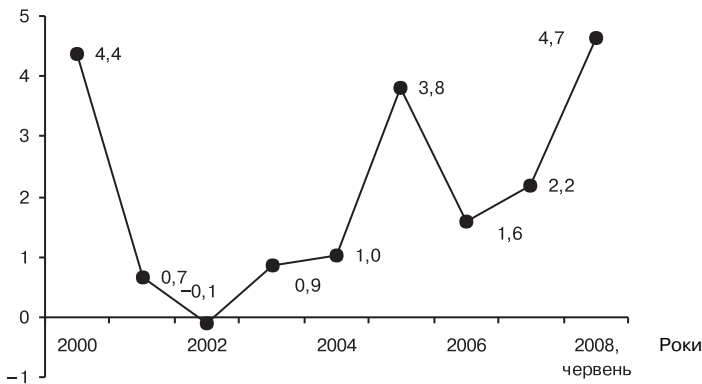
У структурі кредитів, виданих бізнесу у 2007 році, домінує торгівля (38%), значна частка належить операціям із нерухомим майном і оренді (11%), частка кредитів, наданих переробній промисловості, становить 24%, будівництву — 8%, сільському господарству — 6% (рис. 9).



Джерело: побудовано за даними Бюлетеня НБУ.

Рис. 9. Структура виданих банками у 2007 році кредитів за видами економічної діяльності

Якщо оцінювати макроекономічний ефект від інфляції, слід звернути увагу на таку тривожну тенденцію, як зростання інфляційної вартості ВВП (що розраховується як відношення темпів приросту ВВП до темпів приросту споживчих цін). Як бачимо з рис. 10, цей показник у червні 2008-го стрімко досяг свого максимального значення за період із 2000 року.



Джерело: побудовано за даними Державного комітету статистики України. — <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Рис. 10. Індекс інфляційної вартості ВВП

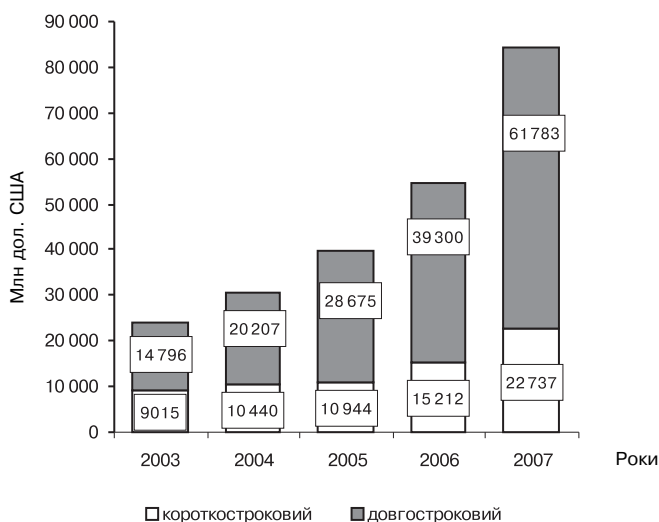
Нинішня інфляція в Україні є не лише проблемою зовнішніх шоків. Значною мірою це результат зниження дієздатності виконавчої влади, що зменшує ефективність точкових адміністративних антиінфляційних заходів. Це також проблема домінування затяжної передвиборної фази в мотивації політичних сил.

2. *Посилення впливу економічної й фінансової глобалізації на вітчизняну економіку.* Дедалі більшого масштабу і впливу в Україні набувають міжнародні потоки капіталу. У 2007 році в 4 рази зросло додатне сальдо фінансового рахунку (з 3,9 до 15,8 млрд дол. США). Зокрема, в 1,6 разу порівняно з 2006 роком збільшився обсяг прямих інвестицій, сягнувши 9,2 млрд дол. (6,6% ВВП), що є найвищим показником за всю історію складання платіжного балансу України. Це зростання сталося здебільшого за рахунок купівлі нерезидентами українських банків (37,9%). У 1,9 разу збільшилися чисті залучення за середньо- й довгостроковими кредитами та єврооблігаціями¹⁶. Іпотечна криза у США, яка інфікувала й фінансові ринки розвинутих економік, не лише не перешкоджала припливу міжнародного капіталу в Україну, а й сприяла переорієнтації його потоків на ринкові економіки, що формуються.

Валовий зовнішній борг України у 2007 році зріс у 1,6 разу, сягнувши 84,5 млрд дол. США, ще швидше зростає довгострокова і приватна його складова (рис. 11, 12). При цьому найдинамічнішими темпами зростає зовнішній борг банків: його частка в загальному обсязі валового зовнішнього боргу зростає з 8,7% у 2004 році до 36,6% у 2007-му (рис. 12).

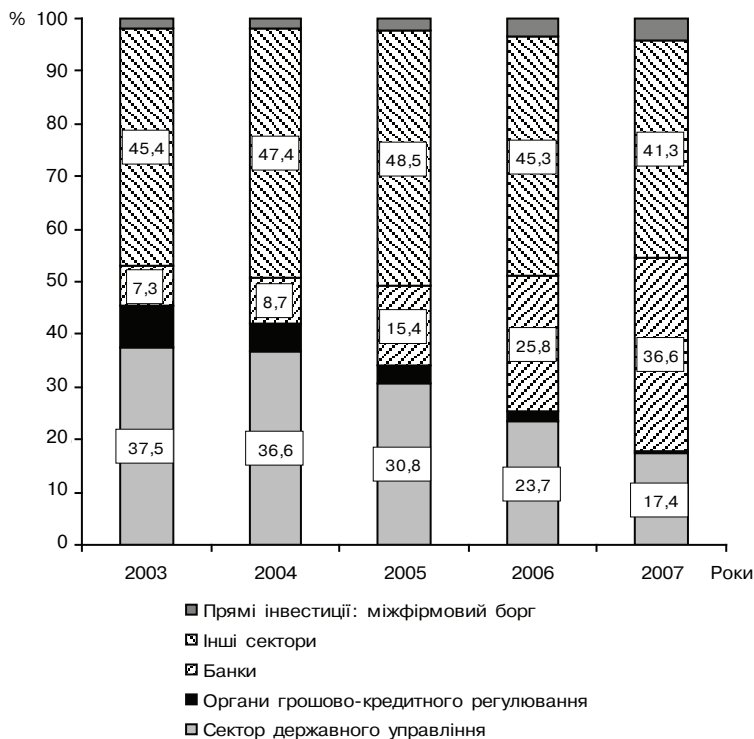
Частка короткострокового боргу банків у валовому зовнішньому боргу країни зростає з 4,6% у 2003 році до 14,1% у 2007-му, а частка довгострокового боргу банків — з 2,8% у 2003 році до 22,5% у 2007-му, тобто більш ніж у 8 разів (рис. 13).

¹⁶ Про стан платіжного балансу України за 2007 рік. — <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>.



Джерело: побудовано за даними платіжних балансів України за 2003—2007 роки. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.

Рис. 11. Динаміка й часова структура валового зовнішнього боргу України



Джерело: побудовано за даними платіжних балансів України за 2003—2007 роки. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan.

Рис. 12. Структура валового зовнішнього боргу за суб'єктами



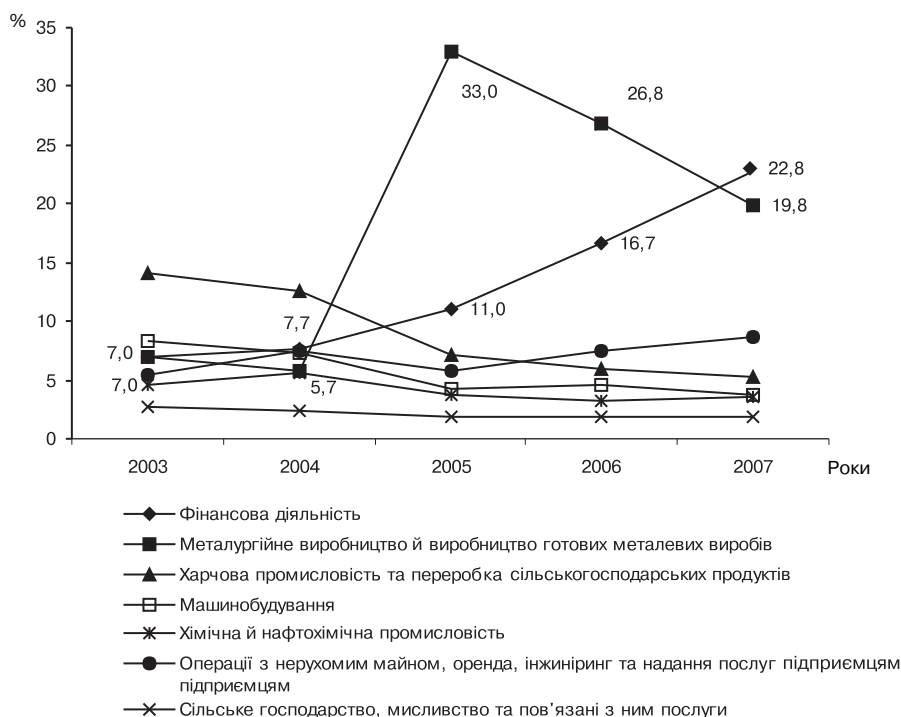
Джерело: побудовано за даними платіжних балансів України за 2003—2007 роки. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/BALANS.

Рис. 13. Короткостроковий і довгостроковий борг банків у структурі валового зовнішнього боргу

Аналіз потоків іноземного капіталу свідчить, що їх динаміка і структура визначалися переважно за межами України; якщо внутрішня економічна політика і впливала на ці потоки, то лише на їх загальні обсяги, створюючи стабільне макроекономічне середовище.

Як бачимо на рис. 14, за останніх 5 років у структурі прямих іноземних інвестицій яскраво проявляються лише дві тенденції: приплив капіталу у фінансову сферу й одноразове значне вливання капіталу в металургію. Власне, лише останнє стало проявом державної політики щодо іноземного інвестування. Таким чином, відкритість економіки зростає за відсутності адекватних механізмів її регулювання.

3. *Дисбаланси, іманентні чинному монетарному режиму.* В умовах прискореної глобалізації й технічної відсталості чи не єдиним засобом збереження конкурентоспроможності економіки залишається підтримка заниженого обмінного курсу національної валюти. Якщо підтримувати його на стабільно заниженому рівні, то в разі зовнішніх шоків (зміни в умовах торгівлі чи потоках капіталу) привнесений у країну дисбаланс не вплине на обмінний курс, але проявить себе в іншому місці. Наприклад, викуп іноземної валюти в умовах перевищення її пропозиції над попитом є джерелом емісії національної валюти. Якщо ця емісія в умовах фіксованого курсу здійснюється під тиском зовнішнього світу, виникає імовірність того, що вона не буде адекватною внутрішнім потребам економіки та стане джерелом прискорення інфляції. У такій ситуації можна спробувати експортувати цей дисбаланс (адже глобалізація збільшує число альтернатив). Низка азійських країн



Джерело: побудовано за даними платіжних балансів України за 2003—2007 роки. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/BALANS.

Рис. 14. Питома вага прямих іноземних інвестицій у деякі види економічної діяльності

розв'язують подібну проблему шляхом підтримки високих норм національних заощаджень і вкладення їх за кордоном. Але певний регулятивний захід (у нашому прикладі — прив'язка курсу) стає об'єктом не лише зовнішнього тиску. Із плином часу він сам створює внутрішній тиск і дисбаланс у країні. Це відповідає універсальному принципу, згідно з яким будь-яка система не є індиферентною до втручання дослідника чи регулятора. Коли регулятор запроваджує нову норму (яка є адекватною на момент запровадження), система реагує на неї і змінюється. Знову ж таки, в нашому прикладі економічні суб'єкти зменшують зусилля з хеджування валютних ризиків, охочіше використовують іноземну валюту прив'язки у своїх операціях і т. п. Протягом певного часу вигоди від регулятивного заходу значно перевищують втрати, нові дисбаланси нарастають не в один момент. Але настає час, коли регульована система так змінюється, що вимагає вже нових регулятивних заходів.

Низька дієвість інших інструментів підтримки конкурентоспроможності української економіки й низький рівень довіри до національної грошової одиниці свого часу зумовили вибір в Україні монетарного режиму фактичної прив'язки курсу гривні до долара США.

Протягом кількох років сприятливі умови зовнішньої торгівлі й інтервенції НБУ у вигляді викупу іноземної валюти стали джерелом ремонетизації економіки, й емітована національна валюта не загострювала інфляційні процеси. Та в умовах стабільності курсу гривні до долара США, збільшення доступності валютних ресурсів комерційних банків валютні дисбаланси набули загрозливого стану.

Різниця між вимогами й зобов'язаннями банківської системи в іноземній валюті зросла з 0,8 млрд дол. США у 2001 році до 24,4 млрд дол. у 2007-му, або в 30,5 разу, причому лише за 2007 рік вона збільшилася з 10,2 до 24,4 млрд дол., або у 2,4 разу. Різниця між валютними зобов'язаннями й активами підприємств за період з 2001-го по 2007 рік зросла з 1,6 до 19,5 млрд дол., або в 12,2 разу, причому за 2007 рік — з 9,9 до 17,3 млрд дол., або у 1,75 разу.

Дисбаланс між внутрішнім попитом і пропозицією, про який ішлося вище, та зовнішні негативні шоки імпорتنих цін призвели до того, що з 2006 року перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом на неї вже зумовлювалося приростом зовнішньої заборгованості, а не експортного виробництва. Це, по суті, означає, що емісія за чинного монетарного режиму набула характеру монетизації зовнішнього боргу, що спричинило посилення монетарної складової інфляції.

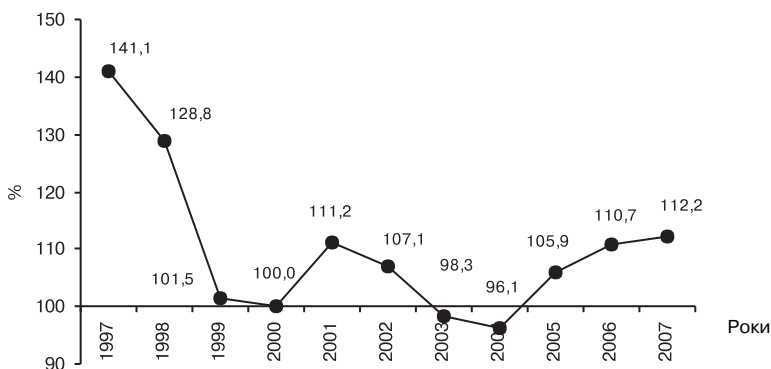
У 2007-му спостерігалася одна з найвищих за роки економічного зростання динаміка монетарних агрегатів (грошова маса у 2007 році зросла на 51,7 % порівняно з 42,5 % у 2006-му). У зазначеному році НБУ випущено в обіг коштів майже вдвічі більше, ніж у попередньому. При цьому 94,3 % емісії було здійснено за рахунок викупу валюти¹⁷.

Отже, ми підійшли до етапу у функціонуванні монетарного режиму, коли такий його ефект, як макроекономічна стабільність, що став однією з опор економічного зростання, вичерпався, й першим проявом цього стала динаміка інфляційних процесів. При цьому ефект цінової конкурентоспроможності товарів, що торгуються на зовнішніх ринках, ще діє, але втрата першого ефекту підриває дію другого: через перевищення рівня інфляції в Україні над її рівнем у країнах — торговельних партнерах — зміцнюється реальний ефективний обмінний курс. На рис. 15 показано динаміку індексу реального обмінного ефективного курсу по відношенню до 2000 року, що розраховується Міжнародним валютним фондом та наводиться у збірнику “International financial statistics”.

Отже, в Україні, з одного боку, постала об'єктивна потреба в коригуванні монетарного режиму, а з другого — “старий” монетарний режим ще не до кінця вичерпав свій потенціал у тому сенсі, що важливим залишається ефект цінової конкурентоспроможності на зовнішніх ринках, особливо в умовах, коли інші заходи не є досить дієздатними.

Саме з огляду на це й постає потреба у прийнятті середньострокової монетарної стратегії, яка офіційно визначала б напрям модифікації монетарного

¹⁷ Річний звіт НБУ за 2007 рік. — С. 54. — http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/Annual%20Reports/A_report_2007.pdf.



Джерело: International financial statistics: Yearbook 2007 // International financial statistics supplement. — № 17. — June 2008.

Рис. 15. Індекс реального ефективного обмінного курсу гривні (2000=100)

устрою, траєкторію цієї поступової зміни й інституційні перетворення, необхідні для її реалізації. Середньострокова монетарна стратегія потрібна і для суспільства: недавній досвід знову показав, як неоднозначно сприймаються дискретні кроки в цьому напрямі.

22 травня 2008 року офіційний курс гривні до долара США підвищено на 4% — до 4,85 грн за 1 дол. США. Цей крок став важливим антиінфляційним заходом в умовах зростання базової інфляції й відновлення взаємозв'язку зростання грошової маси та інфляції, оскільки дав змогу зменшити випуск грошей у обіг через валютний канал. Головним критерієм для прийняття такого рішення є порівняння вигод від антиінфляційного ефекту та втрат у темпах зростання ВВП унаслідок погіршення позиції експортерів. Беручи до уваги те, що інфляція досягла рівня, який уже найближчим часом може призвести до рецесійних ефектів (і за рахунок згорання інвестиційної діяльності, й за рахунок підриву споживчого попиту), і що реальний ВВП поки зростає досить динамічно (на 7,6% у 2007 році та на 6,3% в річному вимірі за січень — червень 2008 року), на даному етапі зроблено вибір на користь боротьби з інфляцією як першочергового завдання.

Проте це рішення створило інституційний конфлікт. Нове значення офіційного курсу виходило за межі прогнозного значення, вказаного в Основних засадах грошово-кредитної політики (4,95—5,25 грн за 1 дол. США). Виявилося, що суспільство недостатньо поінформоване про офіційно діючий режим керованого плавання обмінного курсу. З огляду на стабільність офіційного обмінного курсу долара МВФ узагалі трактував курсовий режим в Україні як фактичну прив'язку. Багато хто сприймав оголошення прогнозного діапазону обмінного курсу як режим валютного коридору. Більше того, оскільки статтею 8 Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і контролю” від 1993 року передбачається, що валютні (обмінні) курси “встановлюються Національним банком України за погодженням з Кабінетом Міністрів України”, виникли дискусії

щодо правомірності й політичних причин рішення про ревальвацію. Рада Національного банку України вперше використала надане їй право відкладального вето, яке того ж дня було подолане Правлінням НБУ повторним одноголосним ухваленням рішення про ревальвацію.

Отже, проведений аналіз показує: середньострокова монетарна стратегія має, по-перше, визначити головну стратегічну мету на середньостроковий період — зниження інфляції до однопорядкового виміру й, по-друге, дати орієнтир щодо руху монетарного режиму в напрямі збільшення гнучкості обмінного курсу, який в умовах фінансової глобалізації є важливим інструментом подолання макроекономічних дисбалансів. По-третє, вона має окреслити майбутні інституційні зміни, які забезпечать ефективність монетарного регулювання за нового монетарного устрою, орієнтованого на безпосереднє управління інфляційними очікуваннями.

Головні положення середньострокової монетарної стратегії

В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік було викладено головні положення середньострокової стратегії монетарної політики, які з певними корективами, що пов'язані з наявними інфляційними процесами, можуть бути використані для формування монетарної стратегії на наступні роки. Розглянемо ці положення.

Орієнтація на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що базується на цінновій стабільності. Мається на увазі формулювання якісних змін, що відбуватимуться в монетарному устрої: поступовий перехід до режиму вільного курсоутворення, зміни у трансмісійних механізмах монетарної політики, в підходах до механізмів комунікації, узгодження монетарної політики з бюджетною, інвестиційною й соціальною політикою держави.

Визнання необхідності певного перехідного періоду до використання інфляційного орієнтиру як головної мети грошово-кредитної політики. Йдеться про поступове зміщення пріоритетів від стабільності обмінного курсу до забезпечення цінновій стабільності, що дасть змогу мінімізувати негативні наслідки від втрати курсового якоря, бізнесу й населенню — сформуванню нового розуміння поведінки центрального банку, зміни підхід до оцінки валютних ризиків, а органам влади — організаційні й технічні передумови для ефективного регулювання інфляційних процесів. Ця поступовість найбільшою мірою проявлятиметься у збільшенні гнучкості обмінного курсу. На початковому етапі (коли ще відсутні можливості забезпечити надійність інфляційного якоря) доцільно оголосити певний прогностичний діапазон коливань обмінного курсу з подальшим його розширенням. Із цією метою на початку липня 2008 року було внесено зміни до Основних засад грошово-кредитної політики на поточний рік, зокрема оголошено центральне значення (4,85 грн/дол. США) і діапазон коливань курсу гривні до долара США $\pm 4\%$.

Міжнародні фінансові інституції часто дорікали Національному банку України за те, що процес запровадження інфляційного таргетування надто затягнувся, що система цілей монетарної політики є нечіткою, ставлячи у приклад країни Східної й Центральної Європи та економіки, що розвиваються. Але все не так

однозначно. Адже в цих країнах після оголошення про початок інфляційного таргетування змінювалися низка елементів монетарного режиму, приймалися нові документи про монетарну стратегію.

Показовим у цьому сенсі є приклад Чилі — першої країни, економіка якої не належить до індустріальних, що запровадила таргетування інфляції. Від моменту проголошення нею нового монетарного режиму у вересні 1990 року до часу, коли було скасовано діапазон обмінного курсу й інфляція стала єдиним експліцитним таргетом Центрального банку Чилі, минуло дев'ять років, а до запровадження повноцінного таргетування інфляції, коли було оголошено середньостроковий інфляційний орієнтир, — 11 років. За цей період у монетарному режимі країни сталися такі зміни: 1990—1999 — цільовий діапазон обмінного курсу, систематичні зміни параметрів діапазону; 1991—1999 — оголошення інфляційних цілей за відсутності інших елементів інфляційного таргетування; 1991—1998 — контроль припливів капіталу; 1990—1998 — масштабні валютні інтервенції; вересень 1999-го — скасовано діапазон обмінного курсу, й інфляція стала єдиним експліцитним таргетом; 2001-й — повна лібералізація руху капіталів¹⁸.

Ринкові економіки, що формуються, й економіки, що розвиваються, поступово модифікували режим таргетування інфляції відповідно до здійснення економічних реформ та посилення довіри до монетарної політики. Поступовість у зміні монетарного режиму зумовлювалася такими причинами: 1) необхідністю мінімізувати втрати від дезінфляції й відмови від попереднього номінального якоря (обмінного курсу); 2) необхідністю сформуванню суспільну довіру до нового монетарного устрою; 3) адаптацією монетарного устрою до інституційних змін у суспільстві; 4) поступовою розбудовою технічної інфраструктури для таргетування інфляції.

Збільшення гнучкості обмінного курсу деякі країни розпочинали до оголошення про перехід до інфляційного таргетування, інші — після нього. Чилі, Ізраїль, Польща й Колумбія використовували перехідний режим від курсового до інфляційного якоря, поєднуючи інфляційні таргети з похилим діапазоном коливань обмінного курсу. Тривалість цього періоду в Польщі становила півтора року (вересень 1998-го — березень 2000-го), хоча поступова зміна курсового режиму в напрямі зростання його гнучкості відбувалася ще з травня 1991 року. Натомість у Чилі таргетування інфляції здійснювалося разом із підтримкою діапазону коливань обмінного курсу протягом майже дев'яти років (з вересня 1990-го до 2000 року). Чеська Республіка ще до запровадження таргетування інфляції розширила діапазон коливання крони до кошика валют, а потім перейшла до керованого плавання, втім, здійснюючи, особливо на початковому етапі, значні обсяги інтервенцій. Угорщина протягом 1995—2001 років використовувала похилу прив'язку з вузьким ($\pm 2,5\%$) діапазоном коливань, а після оголошення інфляційного таргетування

¹⁸ Schmidt-Hebbel K. Inflation Targeting in Chile and Beyond: Електронний ресурс / REDIMA Meeting, Lima, Peru, June 21–22, 2005. — http://www.comunidadandina.org/economia/redima2_chile.pdf.

перейшла до широкого ($\pm 15\%$) горизонтального діапазону та не планує від нього відмовлятися з огляду на те, що діючий монетарний режим порівнянний із механізмом ERM II, який передуватиме вступу до Європейського монетарного союзу.

Повернення показника приросту споживчих цін до одночислового виміру з перспективою його подальшого поступового зниження. Монетарна стратегія таким чином окреслює траєкторію руху до середньострокової мети. Середньостроковий інфляційний орієнтир має окреслити певний середній рівень інфляційних ризиків для економічних агентів із тим, щоб запобігти надмірному відволіканню ресурсів та коригуванню споживчої й інвестиційної поведінки з метою хеджування цього роду ризиків. Як і інші постсоціалістичні країни, що здійснювали перехід до інфляційного таргетування, Національний банк паралельно оголошуватиме щорічні інфляційні орієнтири, які можуть коливатися навколо середньострокового, відображуючи зовнішні шоки і внутрішні структурні коригування, але в цілому відповідатимуть спадній траєкторії.

Прагматичний підхід до встановлення інфляційних цілей полягає в тому, щоб керуватися передусім внутрішніми критеріями. Зовнішні, такі як загроза зниження інвестиційних рейтингів та неприйняття до міжнародних союзів і організацій, не повинні бути обмежувачами. Як зазначає академік В.М. Геєць, у 1990-х роках “більше ніж 10-відсоткова інфляція не відвернула іноземних інвесторів від Китаю, а для Словенії 8-9-відсоткове зростання цін в 2000—2003 році не стало перешкодою для завершення переговорів про приєднання до Євросоюзу”¹⁹. Китай уже багато років опирається вимогам США інтенсивніше зміцнювати курс юаня. Практика свідчить, що й рейтинги, і членство в міжнародних організаціях залежать більшою мірою від політичних та інституційних чинників.

Удосконалення системи валютного регулювання в напрямку подальшої лібералізації здійснюватиметься з урахуванням необхідності дотримання принципів поступовості послаблення керованості валютного ринку. Йдеться про узгодження швидкості переходу до плаваючого обмінного курсу зі швидкістю реформування валютного регулювання в Україні. Удосконалення системи валютного регулювання відбуватиметься в напрямі збільшення довіри до національної валюти й забезпечення інституційних можливостей для хеджування валютних ризиків.

Спрямування політики валютного курсоутворення на забезпечення прогнозованої динаміки обмінного курсу залежно від стану платіжного балансу та недопущення його значних коливань. Відповідно до світової практики використовуватиметься політика валютних інтервенцій для згладжування різких шоківих коливань обмінного курсу. Оскільки до цього курс гривні не коливався вільно під дією ринкових сил, неможливо з допомогою економіко-математичних моделей визначити оптимальний обмінний курс. Тому доцільно, поступово змінюючи курс,

¹⁹ Геєць В.М. Цінова конкурентоспроможність чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 4. — С. 22.

стежити за реакцією економіки й відповідно коригувати політику. Наприклад, одним із варіантів вибору темпу зміцнення національної валюти є використання такого імпліцитного принципу: темп зміцнення реального ефективного обмінного курсу має відповідати перевищенню темпів зростання продуктивності праці в Україні над збільшенням продуктивності праці у країнах — торговельних партнерах.

Посилення ролі процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів. Відмова від підтримки стабільного обмінного курсу вимагає від Національного банку іншого ефективно функціонуючого каналу зв'язку з банківською системою. Для того щоб замість валютного ринку цю роль перебрав на себе грошовий ринок, треба вдосконалити як механізми функціонування самого грошового ринку (розширення спектру інструментів, зменшення сегментованості ринку, функціонування ринкових стандартизованих ставок-орієнтирів тощо), так і операції Національного банку на ньому.

Сприяння уряду в питаннях подальшого розвитку та інституційного удосконалення фондового ринку. Ефективно діючий фондовий ринок поряд із банківською системою є важливим середовищем сприйняття й передачі монетарних імпульсів.

Удосконалення процедур прийняття монетарних рішень та системи комунікації із громадськістю. Стратегічні завдання мають конкретизуватися щороку залежно від особливостей розвитку макроекономічної, фінансової і грошово-кредитної сфери. Сьогодні ще залишається відкритим питання про інституційну форму цієї стратегії: вона має бути складовою частиною Основних засад грошово-кредитної політики чи випускатися як окремий документ, і хто повинен її розробляти. У Чеській Республіці й Польщі прийняття офіційних стратегічних документів не регулюється законодавством — це прерогатива центрального банку. У Чеській Республіці з часу запровадження інфляційного таргетування в 1999 році ухвалено 20 таких документів, хоча законодавство не регламентує їх випуск.

У Польщі статтею 12 Закону “Про Національний банк Польщі” передбачено складання Радою з монетарної політики²⁰ щорічних Принципів монетарної політики та подання їх до Сейму для інформування одночасно з поданням Радою міністрів проекту бюджету. Рада з монетарної політики оцінює діяльність правління щодо виконання принципів монетарної політики, а в межах п'яти місяців після закінчення фінансового року звітує про виконання цього документа²¹. У свою чергу, принципи монетарної стратегії Національного банку Польщі визначаються Стратегією монетарної політики на період з 2003 року, ухваленою Радою з монетарної політики. До цього діяла Середньострокова стратегія монетарної політики на 1999—2003 роки. Механізм прийняття цих документів не закріплений законодавчо, а проте вони є легітимними, а щорічні Принципи монетарної політики вже

²⁰ До складу Ради з монетарної політики входять Президент НБП та дев'ять членів, по три від президента Польщі, Сейму й Сенату.

²¹ The Act On The National Bank Of Poland of August 29, 1997. — <http://www.nbp.pl/en/aktyprawne/theactonthenbp.pdf>.

визначають механізми виконання поставлених стратегією цілей у конкретному році в контексті поточної макроекономічної ситуації²².

В Україні слід також вирішити важливе інституційне питання про цільовий показник інфляції, оскільки чинний механізм встановлення цього показника є недосконалим. До того ж урядом неодноразово оголошуються нереалістичні показники, які підривають довіру до офіційних прогнозів і стимулюють спекулятивну поведінку в суспільстві.

Насамкінець зазначимо: дискусії про інфляційне таргетування — це пошук відповіді на виклики, які створюють труднощі в забезпеченні макроекономічної стабільності в умовах фактичної прив'язки обмінного курсу. Те, що цей режим став утіленням сучасної практики організації ухвалення рішень у монетарній політиці багатьох країн і дає змогу впливати на інфляційні очікування, свідчить про корисність кроків держави щодо підготовки до його запровадження в Україні²³. Ця підготовка може стати організуючою основою для спільних дій уряду й Національного банку України, для залучення до конструктивної дискусії найважливіших гравців на фінансовому ринку країни та найбільших підприємств. Разом із тим слід мати на увазі, що інфляційне таргетування еволюціонує в напрямі посилення його гнучкості й монетарний режим, який прийде на зміну фактичній курсовій прив'язці в Україні, може мати особливості, що відрізнятимуть його від сьогоднішніх уявлень про інфляційне таргетування.

²² Див., наприклад: Monetary Policy Guidelines for the Year 2008. — http://www.nbp.pl/en/publikacje/o_polityce_pienieznej/zal2008a.pdf.

²³ Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. Зазнач. праця. — С. 271.