

Рада Національного банку України (далі – НБУ) розглянула питання «Про діяльність Правління НБУ щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році». Рада визнала діяльність Правління НБУ щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 р. такою, що хоча й сприяла досягненню затвердженої Основними засадами інфляційної цілі станом на кінець 2019 р., але не повною мірою врахувала ефект перенесення зміцнення курсу гривні на споживчі ціни та вплив на економічне зростання в останньому кварталі 2019 р. Монетарні умови в минулому році виявилися більш жорсткими, ніж прогнозувалось НБУ, а фактичне пом'якшення монетарної політики, найімовірніше, не буде мати суттєвого впливу на динаміку індексу споживчих цін у цьому році.

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.02.007>

УДК 336.63

Б. М. Данилишин

академік НАН України, доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України,
Голова Ради Національного банку України, Київ, Україна
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

**ПЕРСПЕКТИВИ УДОСКОНАЛЕННЯ
МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ**

Анотація. У статті визначено, що внаслідок непередбачуваності загроз виникнення кризових явищ, ризиків ринкової невідновленості при застосуванні монетарних регуляторних механізмів надзвичайно важливим є поєднання грошово-кредитного регулювання з гнучкою політикою реформ державного фінансового управління. Контроль і регулювання руху активів у економіці з боку Національного банку України за допомогою таргетування інфляції та керованого плаваючого валютного курсу мають бути спрямовані на стійке зростання всіх складових вітчизняної соціально-економічної системи. Мета статті полягає у визначенні науково обґрунтованих підходів до розроблення та впровадження збалансованої грошово-кредитної політики в Україні в межах середньострокового періоду. Зроблено висновки, що в перспективі монетарна політика повинна передбачати вдосконалення трансмісійних механізмів, які б стимулювали кредитну активність банківської системи для підтримки реального сектору, збільшення зайнятості та економічного зростання за умови забезпечення стабільності національних грошей та банківської системи в цілому. Принципово важливим є подальше вдосконалення конфігурацій мережевих форм взаємодії всіх учасників контрактних відносин за різних варіантів дій НБУ і поведінкової реакції економічних агентів.

Ключові слова: монетарна політика, інфляційне таргетування, облікова ставка центрального банку, банківська стабільність, кредитно-грошова політика, методи стимулювання економічного зростання.

Рис. 2. Табл. 1. Літ. 13.

© Данилишин Б. М., 2020

Bohdan Danylyshyn

Dr. Sc. (Economics), Professor, Academician of the National Academy of Sciences of Ukraine,
Emeritus of Science and Technology of Ukraine, Kyiv, Ukraine
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

PROSPECTS FOR IMPROVING THE MONETARY POLICY OF UKRAINE

Abstract. The article indicates that due to the unpredictability of crisis phenomena threats, risks of market imbalance in the application of monetary regulatory mechanisms by state power structures, it is extremely important to combine monetary and credit regulation in the space and time dimension with flexible banking reforms subject to further stabilization of banking institutions. The control and regulation of the movement of assets in the economy by the National Bank of Ukraine by means of inflation targeting and managed floating exchange rates should be aimed at sustainable growth of all components of the domestic socio-economic system. The purpose of the article is to identify scientifically sound approaches to the development and implementation of effective government monetary policy. It is concluded that, in the future, monetary regulation should provide for improvements in transmission mechanisms that would stimulate the credit activity of the banking system to support the real sector, enhance employment and economic growth. It is fundamentally important to further improve the configurations of the network forms of interaction of all parties to the contractual relations under different variants of the NBU actions and behavioral reactions of economic agents. Authorities have been offered a number of recommendations on budgetary regulation, as well as measures to address structural distortions in the internal financial market related to the dominance of government borrowing. The stability of the national currency exchange rate and the cost of credits significantly impact the development of the economy, namely: the evolution of consumption, investments, foreign trade, activity of economic entities, population employment rate. Therefore, based on the implementation of the outcomes of fundamental trends analysis of the exchange rate strengthening, the evaluation of the balance of payments current account balance in the medium term, it is necessary to review the tactics of achieving the inflation target taking into account negative risks, in particular by limiting the NBU presence in the domestic currency market, raising the role of the interest rate, strengthening the requirements to banks for reserve policy, etc.

Keywords: monetary policy, inflation targeting, central bank discount rate, banking stability, monetary policy, stimulation of economic growth.

JEL classification: E44, E52, H58, H60.

Б. М. Данилишин

академик НАН Украины, доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки и техники Украины, Председатель Совета Национального банка Украины, Киев, Украина

ПЕРСПЕКТИВЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ УКРАИНЫ

Аннотация. В статье определено, что в результате непредсказуемости угроз возникновения кризисных явлений, рисков рыночной неуравновешенности при применении монетарных регуляторных механизмов чрезвычайно важно сочетание денежно-кредитного регулирования с гибкой политикой реформ государственного финансового управления. Контроль и регулирование движения активов в экономике со стороны Национального банка Украины с помощью таргетирования инфляции и управляемого плавающего валютного курса должны быть направлены на устойчивый рост всех составляющих отечественной социально-экономической системы.

Цель статьи заключается в определении научно обоснованных подходов к разработке и внедрению сбалансированной денежно-кредитной политики в Украине в рамках среднесрочного периода. Сделаны выводы, что в перспективе монетарная политика должна предусматривать совершенствование трансмиссионных механизмов, которые бы стимулировали кредитную активность банковской системы для поддержки реального сектора, увеличения занятости и экономического роста при условии обеспечения стабильности национальных денег и банковской системы в целом. Принципиально важным является дальнейшее совершенствование конфигураций сетевых форм взаимодействия всех участников контрактных отношений при разных вариантах действий НБУ и поведенческой реакции экономических агентов.

Ключевые слова: монетарная политика, инфляционное таргетирование, учетная ставка центрального банка, банковская стабильность, кредитно-денежная политика, методы стимулирования экономического роста.

Посилення незалежності повноважень Національного банку України (далі – НБУ) щодо забезпечення стабільності банківської системи має супроводжуватися зростанням відповідальності його керівних органів у частині проведення монетарної політики, спрямованої на стійке піднесення ринкової економіки. Сучасна невизначеність у глобальних, а також суверенних державних масштабах вимагає, щоб формування мотиваційно-поведінкових передумов для заощаджень та інвестицій стало невід’ємною частиною стратегічних підходів до управління грошово-кредитними процесами. Тенденції загальної фінансіалізації супроводжуються різноманітністю застосовуваних способів підтримки рівноважного стану ринків оборотних, капітальних фінансових ресурсів, цінних паперів, деривативів тощо. Внаслідок непередбачуваності загроз виникнення кризових явищ, ризиків незбалансованості використовуваних монетарних і фіскальних регуляторних механізмів надзвичайно важливим є розвиток теоретичних уявлень про роль грошей в економіці, їхній вплив на динаміку випуску, цін, зайнятості, курсів національних валют, на показники платіжних балансів. Центром уваги прикладних досліджень повинен залишатися науковий супровід вирішення проблем пошуку ефективних форм непрямого впливу держави на макроекономічні параметри за допомогою реалізації основних наглядових і управлінських функцій НБУ. Кон’юнктурні обставини світової фінансової турбулентності, діяльність мультинаціональних компаній, зростання інформаційного, цифрового потенціалу комунікацій істотно ускладнюють формат контактів НБУ з бізнесом реального й фінансового секторів економіки. Тому принциповим є подальше вдосконалення конфігурацій мереж взаємодії всіх учасників контрактних відносин за різних варіантів дій НБУ і поведінкової реакції економічних агентів. Ідеться про пошук консенсусу інтересів сторін за допомогою політичних компромісів, превентивних методів комплаєнсу з мінімальним застосуванням засобів примусу з боку держави.

У розвинутих країнах важелі монетарної політики активно використовуються для забезпечення макроекономічної стабільності. Зокрема, в Сполучених Штатах Америки “...Рада директорів Федеральної резервної

системи та Федеральний комітет з операцій на відкритому ринку мають підтримувати довгострокове зростання грошових та кредитних ресурсів, зіставне з довготерміновою можливістю економіки до збільшення виробництва, тим самим ефективно забезпечуючи досягнення цілей максимальної зайнятості, цінової стабільності й помірних довгострокових процентних ставок” [1, с. 148]. Європейський центральний банк (далі – ЄЦБ) також зобов’язаний підтримувати економічне зростання і зайнятість, але без заподіяння шкоди для цінової стабільності. Водночас діяльність Банку Англії орієнтована виключно на досягнення цінової стійкості. Отже, для провідних центральних банків (далі – ЦБ) світу завдання макроекономічної урівноваженості соціально-економічних систем (далі – СЕС) мають стратегічний характер. Але їх реалізація неможлива без встановлення меж та постійного моніторингу широкого кола специфічних характеристик монетарної сфери. До відповідних показників, як правило, належать грошові агрегати (M0, M1, M2, M3), резерви комерційних банків, процентні ставки (міжбанківські або за тимчасово вільними надлишковими обов’язковими резервами) та ін. Пріоритетність досягнення цільових установок змінюється залежно від особливостей турбулентних явищ у просторово-часовому вимірі ділової активності та обумовлена станом економічних процесів, активності впливу динамічного інформаційного середовища на поведінку учасників ринкових відносин тощо. Кон’юктурні проблеми завжди спонукали ЦБ використовувати індикатори тактичних цілей, котрі суттєво впливають на конкретні риси трансмісійного механізму монетарної політики (наприклад, дані щодо грошової бази, деяких процентних ставок, у т. ч. за урядовими позиками). Облікові ставки ЦБ здебільшого застосовуються в складі інституційних механізмів підтримки ліквідності банків, зокрема, шляхом їх рефінансування. Регуляційний досвід останніх п’ятдесяти років вказує на те, що відносно постійними є лише стратегічні орієнтири монетарної політики, тоді як поточні завдання використання трансмісійного механізму доволі часто змінюються. Так, у США в 50–60-х роках XX ст. серед операційних показників застосовувалися процентні ставки; у 1970-х роках – грошові агрегати, з 1979 р. – резерви банківської системи; з 1982 р. – знову процентні ставки; у 1990-х роках почали використовувати ставки за надлишковими обов’язковими резервами (федеральними фондами). Аналогічна ситуація спостерігалася й в інших розвинутих країнах. Банк Англії в 1980–1983 рр. застосовував таргетування грошових агрегатів, а з 1990-х років перейшов до інфляційного таргетування. Центральний банк Німеччини (Бундесбанк) до 1988 р. як операційною ціллю послуговувався показником грошової бази, а пізніше – грошової маси, але допускав їх суттєві коливання. Одночасно банк контролював співвідношення коротко- і довгострокових процентних ставок. ЄЦБ проводив у докризовий період гнучку стратегію, що ґрунтувалася на контролі за грошовими агрегатами, процентними ставками й цінами. Однак ЄЦБ наголошував, що такий підхід не можна вважати інфляційним таргетуванням. Таким чином, встановлення ЦБ операційних цілей макроекономічної

політики пов'язане з необхідністю вирішення поточних проблем певної країни, ступенем інтенсивності змін, здатністю менеджменту використовувати адекватні регуляторні важелі. Як відомо, трансмісійний механізм монетарної політики складається з: 1) каналів передачі сигналу; 2) методів передачі сигналів; 3) інструментів. З огляду на оцінки багатьох колишніх керуючих ЦБ, вибір інструментів найчастіше відбувається шляхом спроб та помилок.

Концепція широкого каналу кредитування була сформульована Б. Бернанке і М. Гелтлером [2, с. 14]. Згідно з їхньою позицією, зміни в масштабах позичання коштів можливі через коливання цін фондових активів, оскільки останні приймаються банками як застава. Тому очікування щодо зниження цін цих активів призводять до зміни умов кредитування. У період, що передував кризі 2007–2012 рр., сек'юритизація банківських активів і відповідне зростання на ринку деривативів спричинили стрімке зростання обсягів цінних паперів, наданих під заставу. Цей вид кредитування (під майбутні потоки доходів позичальника) змінив традиційні форми позик. Після падіння на ринках деривативів банки почали вимагати від позичальників додаткове забезпечення, що стало одним із факторів фінансової кризи.

Окремі вчені продовжують підтримувати первинність грошово-кредитної політики. Так, А. Мелтзер [3, с. 49] вважає, що дії ЦБ змушують інвесторів змінювати структуру портфелів, унаслідок чого процентна ставка не відіграє особливої ролі, а впливає лише на ціну одного з активів.

На думку С. Ван ден Хейвела, наявність “банківського капіталу” є важливішою у трансмісійному механізмі монетарної політики [4]. Згідно з його теорією, структура капіталу банків відіграє більшу роль, ніж обсяг резервів, під час її проведення. Фінансові установи зі значним власним капіталом і потужною клієнтською базою мають ширші можливості активно реагувати на дії монетарної влади, ніж невеликі банки.

Канал валютного курсу вважається одним із таких, що найшвидше реагують на події на ринках, але характеризується погано передбачуваним елементом трансмісійного механізму монетарної політики. Динаміка валютного курсу трансформується згідно зі зміною як грошових агрегатів, так і процентної ставки. Його коливання впливають на обсяги експорту-імпорту, а через цей канал – на сукупний попит. Одночасно валютний курс справляє вплив на рух капіталу і може позначатися на динаміці процентних ставок, що, у свою чергу, мають зворотний вплив на курс.

Зміни сигналів монетарної політики від ЦБ до суб'єктів економіки за всіма каналами трансмісійного механізму відбуваються фактично водночас, хоча результати впливу іноді проявляються з деяким часовим лагом. Це ставить під питання пріоритетність вибору ЦБ конкретного каналу. Більше того, наслідки використання одного каналу трансмісії можуть справляти зворотний ефект, ніж той, що очікувався, наприклад, зростання процентної ставки здатне спричинити підвищення обмінного курсу.

Реалізація монетарної політики традиційно стикається з двома проблемами: лагом при зміні цільових показників і якістю інформації, на підставі

якої приймаються рішення про дії монетарної влади. Так, зміна процентної ставки у США на початку 2000-х років впливала на динаміку ВВП із лагом у два квартали [5; 6]. Але сигнали по інших каналах трансмісійного механізму можуть проходити з меншим лагом, більше того, період між зміною процентної ставки і ВВП не є постійним.

Події 2007–2009 рр., падіння фондових індексів створили ризики системної кризи і примусили ЦБ провідних країн вжити екстрених заходів щодо збільшення ліквідності ринків. Очевидно, що постійний моніторинг стану ринків постає обов'язковим для забезпечення фінансової стабільності. Але водночас спекулятивні операції і наростання фінансових бульбашок були наслідком м'якої грошової політики попереднього періоду. Сучасні дослідження відображають спостереження низки суперечностей між монетарними та іншими регуляторними важелями фінансового сектору в цілому [7, с. 9]. Складність у тому, що перші спрямовані на стримування інфляції і їх застосування часом призводить до підвищення облікової ставки. Проте проведення ЦБ такої політики загострює питання платоспроможності банків унаслідок збільшення ймовірних дефолтів позичальників, які не в змозі витримати процентне навантаження. Поширеною є точка зору, що проведення стандартної монетарної політики достатньо для забезпечення фінансової стабільності [7, с. 9–10]. Це пояснюється тим, що коли банки мають якісну заставу, вони можуть передати її ЦБ для рефінансування і не втратити платоспроможність загалом. Інша думка полягає в тому, що застава, отримана банком від позичальника за певних обставин, може бути неліквідна з відповідними наслідками для платоспроможності. У докризовий період панували погляди, що функція ЦБ як кредитора останньої інстанції доповнюється ринковою дисципліною і ризик-процедурами фінансових інститутів. Широко обговорювалися ймовірні сценарії створення мегарегулятора фінансових ринків.

Досвід 2007–2009 рр. показав, що управлінська функціональна консолідація може супроводжуватись ймовірним підпорядкуванням завдання щодо регулювання грошової пропозиції цілі забезпечення ліквідності учасників ринку. В такому випадку фінансові пріоритети явно переважають над макроекономічними. Сучасна практика регулювання фінансових ринків засвідчила, що збільшення пропозиції ліквідності для підтримки стабільності ринку спричиняє посилення спекулятивної активності й зростання нестабільності. Зниження процентних ставок у США та ЄС мало на меті подолання рецесії, але в подальшому призвело до розширення грошово-кредитних спекулятивних відносин і заклало підвалини наступної кризи.

У процесі управлінської діяльності НБУ неминуче виникає дилема встановлення й дотримання таргетів інфляції та стимулювання економічного зростання. Як відомо, розв'язати її з використанням виключно монетарних методів практично неможливо, оскільки для досягнення другої цілі необхідні заходи кредитної експансії, а першої – рестрикції. Виходом може бути поєднання грошово-кредитного регулювання з гнучкою політикою реформу-

вання фінансового управління. Адже одним з основних завдань НБУ є контроль і регулювання потоків коштовних цінностей з метою забезпечення стабільної вартості національної валюти, а також низької і рівної інфляції. Таке цілепокладання відповідає інтересам економіки та можливостям грошової влади. У цьому контексті в разі погіршення економічних умов у глобальному масштабі критично необхідною є співпраця Уряду України зі Світовим банком, іншими інвестиційними інтернаціональними інституціями. Реалізація сумісних проектів з авторитетними міжнародними організаціями – це не тільки доступ до найдешевших джерел фінансового ресурсу для обслуговування міжнародних зобов'язань, а й маркер для інших інвесторів, щодо ризиків капітальних вкладень у певній країні. Безперечно, таке співробітництво не можливе без продуктивних відносин за програмами з МВФ.

Головним орієнтиром сучасної монетарної політики НБУ є послідовне зменшення інфляції і підтримка її на низькому рівні, що сприятиме створенню базових макроекономічних умов для високих темпів зростання економіки. Грошово-кредитна політика впливає на інфляцію з часовими лагами, що виходять за межі календарного періоду. Тому її цілі слід розглядати в межах середньо- або довгострокового горизонту. Крім того, під час здійснення заходів, спрямованих на зниження інфляції, слід урахувувати вплив динаміки обмінного курсу національної валюти на стан економіки.

Мета статті полягає у визначенні подальших перспектив удосконалення монетарної політики України на середньостроковий період з урахуванням впливу кризових чинників і глобальних диспропорцій.

Відповідно до Конституції України [8, ст. 100], Рада Національного банку України (*далі* – Рада) розробляє Основні засади грошово-кредитної політики (*далі* – Основні засади) та здійснює контроль за її проведенням. Згідно зі ст. 9 Закону України “Про Національний банк України” [9], Рада також проводить аналіз впливу зазначеної політики на стан соціально-економічного розвитку країни та розробляє пропозиції щодо внесення змін до неї, оцінює діяльність Правління НБУ в контексті виконання Основних засад та з інших питань, рішення стосовно яких є обов'язковими для Правління, а також надає останньому рекомендації.

З метою забезпечення виконання вказаних функцій і завдань, відповідно до Порядку розроблення основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням [10] і на підставі Звіту Правління НБУ щодо проведення грошово-кредитної політики в 2019 р. [11] (*далі* – Звіт Правління), Рада в лютому 2020 р. розглянула та схвалила результати моніторингу й оцінки проведення грошово-кредитної (монетарної) політики Правлінням НБУ щодо виконання Основних засад у 2019 р. Проведений Радою НБУ аналіз відповідності спрямованості рішень із монетарної політики цілям, встановленим Основними засадами, показав такі результати.

На 2019 р. та середньострокову перспективу згаданим документом передбачалася орієнтовна поквартальна траєкторія приросту індексу споживчих цін у річному вимірі для досягнення цілі з інфляції (таблиця).

Таблиця. Орієнтовна поквартальна траєкторія приросту індексу споживчих цін у річному вимірі для досягнення цілі з інфляції

Період	Орієнтовне значення	Цільовий діапазон, в. п.	Фактичне значення
Березень 2019 р.	5,75	± 2	8,6
Червень 2019 р.	5,50	± 2	9,0
Вересень 2019 р.	5,25	± 2	7,5
3 кінця грудня 2019 р.	5,00	± 1	4,1

Джерело: Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу: рішення Ради Національного банку України від 11.09.2018 № 41-рđ. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr041500-18>.

Стрімке уповільнення інфляції до меж цільового діапазону стало результатом послідовного зміцнення монетарної політики Правлінням НБУ протягом 2018 р. та її утримання на такому рівні впродовж більшої частини 2019 р. Згідно зі Звітом Правління [11], НБУ, крім інших об'єктивних факторів, зважав ще й на слабку довіру до його спроможності досягти інфляційних цілей. З огляду на суспільні очікування, за інших рівних умов, монетарна політика була більш жорсткою для відновлення вищого рівня довіри до цілей Банку.

У жовтні інфляція (6,5 %) повернулась до верхньої межі орієнтовної поквартальної траєкторії приросту ІСЦ, затвердженого Основними засадами на 2019 р. У листопаді вона досягла встановленої середньострокової інфляційної цілі – 5,1 %. У грудні інфляція (4,1 %) наблизилась до нижньої межі цільового діапазону.

За короткостроковими офіційними прогнозами інфляція мала увійти в межі цільового діапазону у 2020 р. та поступово знизитись до середньострокової інфляційної цілі до кінця цього року. Проте її фактичне уповільнення наприкінці 2019 р. було більш стрімким (рис. 1).

Така динаміка інфляції наприкінці року була неочікуваною не лише для НБУ, а й для інших організацій (рис. 2). Її можна пояснити недооцінкою впливу ревальвації гривні на уповільнення інфляції та реалізацією кількох позитивних шоків (рекордний урожай зернових та олійних культур, суттєвий приплив боргового капіталу, зниження світових цін на енергоносії).

Вперше за останні три роки у 2019 р. було досягнуто кількісну ціль із приросту ІСЦ на кінець року, що передбачалася Основними засадами (5 ± 1 в. п.). Незважаючи на номінальне пом'якшення монетарної політики впродовж усього 2019 р. (облікова ставка за квітень – вересень знизилась на 1,5 в. п. до 16,5 %), її фактичне пом'якшення розпочалось лише в останньому кварталі 2019 р.

У 2019 р. відбулась низка засідань Правління НБУ з питань монетарної політики: половина з них присвячувались розгляду нових макроекономічних прогнозів (січень, квітень, липень, жовтень), а решта (березень, червень, вересень, грудень) – переважно аналізу інфляційних ризиків.

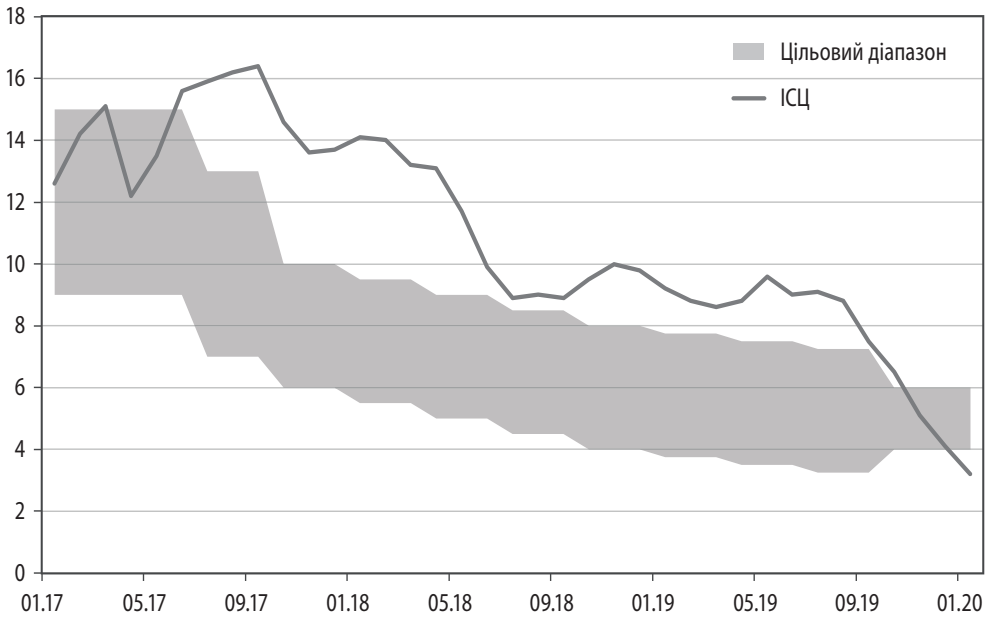


Рис. 1. Інфляція та інфляційні цілі Національного банку України в 2017–2019 рр.

Складено за даними Національного банку України, Державної служби статистики України.

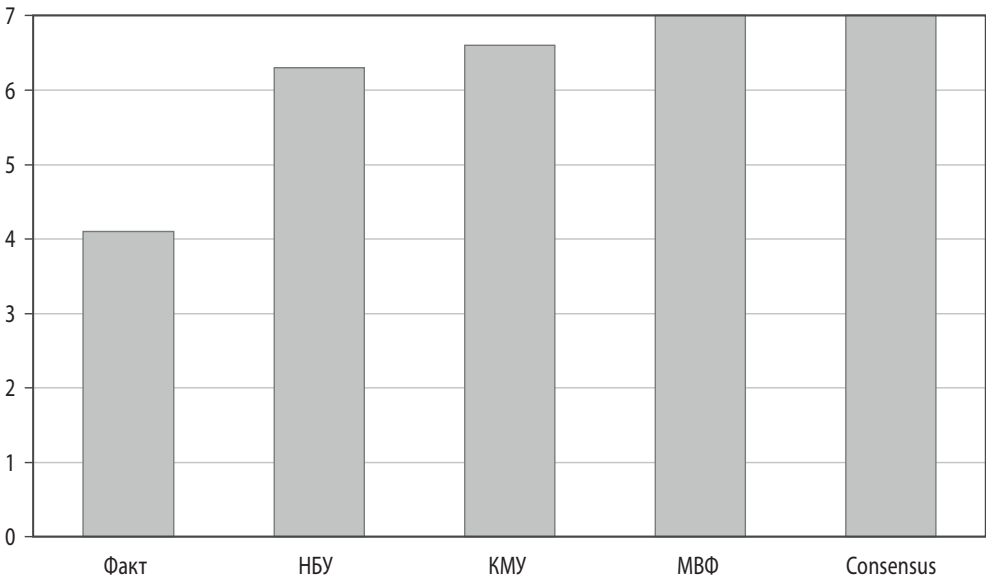


Рис. 2. Прогнози інфляції на кінець року, здійснені в жовтні 2019 р.

Складено за даними Національного банку України, Міністерства розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, World Economic Outlook IMF, Focus Economics Consensus Forecasts.

Під час зазначених засідань було прийнято такі рішення:

- у січні та березні – залишити облікову ставку на рівні 18,0 %;
- у квітні – знизити її на 0,5 в. п. – до 17,5 %;
- у червні – залишити облікову ставку незмінною.
- у липні та вересні – зменшити на 0,5 в. п. до 17 та 16,5 % відповідно;
- у жовтні – знизити на 1,0 в. п. – до 15,5 %;
- у грудні – зменшити на 2,0 в. п. – до 13,5 %.

Прийняті Правлінням НБУ в січні – жовтні 2019 р. рішення щодо збереження або зниження рівня облікової ставки були консистентними з досягненням задекларованої цілі по інфляції у 2020 р. Рішення з монетарної політики також ураховували суттєві проінфляційні ризики, які залишалися актуальними впродовж року. Сприйняття таких ризиків було асиметричним, зважаючи на те, що протягом 2017–2019 рр. інфляція перебувала вище цільового діапазону.

У грудні 2019 р., на тлі суттєвого уповільнення фактичної інфляції, Правління НБУ ухвалило рішення щодо досить значного зниження облікової ставки (на 2 в. п.) за фактичної відсутності офіційно переглянутого прогнозу інфляції. На нашу думку, прийняття рішень щодо переходу до стрімкого коливання монетарних індикаторів вимагає більш змістовного та детального діалогу з усіма зацікавленими сторонами. Переваги такого рішення без зміни прогнозу інфляції, з точки зору Ради, були недостатньо висвітлені через канали комунікації НБУ.

Слід знову наголосити, що кон'юнктурні управлінські дії варто супроводжувати детальним визначенням пріоритетності завдань монетарної політики. В умовах стійких параметрів функціонування банківського сектору (за 2019 р. його чистий прибуток зріс майже втричі – до 60 млрд грн, кількість збиткових банків скоротилася з 13 у 2018 р. до 6 у 2019 р.) та перебування системних загроз у ньому на історично низькому рівні Національний банк ураховував ризики для фінансової стабільності (відтермінування співпраці з МВФ, внутрішньополітичні – вибори Президента і Верховної Ради України, перебіг судових процесів щодо Приватбанку тощо) під час утримання від послаблення монетарної політики в першій половині 2019 р.

Правління НБУ, приймаючи рішення, зважало не лише на необхідність приведення інфляції до цільового рівня, а й на додаткове стримування сукупного попиту, який, за оцінками Правління, протидіяв зниженню інфляції до цільових параметрів. Тому це певною мірою обмежувало можливості пришвидшення економічного зростання, проте відповідало пріоритетності основних функцій НБУ. Згідно зі Звітом Правління [11], передчасне або надто швидке зниження облікової ставки могло мати короткострокові вигоди для піднесення народного господарства, однак позбавило б економіку довгострокових переваг, які надає цінова стабільність. На думку Правління на початку 2019 р., передчасне пом'якшення монетарної політики додало б зростанню волатильності, а повернення інфляції до цілі вимагало би проведення жорсткішої політики порівняно з базовим сценарієм у 2020 р., що негативно

позначилося б на динаміці випуску вже у 2021 р. Але на наш погляд, Правління переоцінило вплив економіко-політичних ризиків на інфляцію.

При відтермінуванні співпраці з МВФ та суттєвих виплатах за зовнішнім боргом жорсткі монетарні умови дали змогу підтримати рівень міжнародних резервів (25,3 млрд дол. США, або 3,9 міс. майбутнього імпорту станом на кінець 2019 р.). У грудні 2019 р. НБУ придбано на міжбанківському валютному ринку 3 млрд дол. США, а надлишкову ліквідність абсорбовано за допомогою депозитних сертифікатів.

Жорстка монетарна політика сприяла збереженню високої дохідності за державними цінними паперами в реальному вимірі і, як наслідок, припливу інвестицій нерезидентів у ОВДП (в 2019 р. обсяг останніх у їхній власності зріс на 109,4 млрд грн). Водночас зміцнення номінального ефективного обмінного курсу (*далі* – НЕОК) ускладнило виконання дохідної частини державного бюджету (негативний вплив – близько 30 млрд грн), а посилення реального ефективного обмінного курсу (*далі* – РЕОК) стимулювало погіршення стану зовнішньоторговельного балансу.

Розглядаючи питання динаміки ставок на відкритому ринку, слід зауважити, що операційною ціллю проведення монетарних транзакцій залишалося утримання значення Українського індексу міжбанківських ставок для кредитів та депозитів овернайт у гривні (UIIR). Це є індикатором кількісного рівня процентних ставок для цілей монетарної політики на рівні, близькому до облікової ставки та в межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу овернайт (± 2 в. п. від облікової ставки).

За сприятливої ситуації на валютному ринку, зумовленої зростанням надходжень від експорту, припливом портфельних іноземних інвестицій у державні гривневі цінні папери та нижчими обсягами репатріації дивідендів за кордон, і необхідності істотних виплат за зовнішнім боргом політика валютних інтервенцій не протидіяла тренду зміцнення обмінного курсу. Однак результат перенесення посилення гривні на споживчі ціни виявився значно потужнішим, ніж той, що передбачався попередніми оцінками НБУ, оскільки період достатньо тривалого та фундаментального зміцнення національної валюти став відносно новим явищем у монетарній історії України. Адекватна оцінка цього ефекту на підставі даних, що охоплюють переважно період фіксованого обмінного курсу або кризових явищ в економіці, була суттєво ускладненою. Посилення гривні сприяло різкому зниженню імпортованої інфляції, поліпшенню інфляційних очікувань та досягненню раніше задекларованої цілі вже у 2019 р. Але збереглися значні ризики на майбутнє.

Під час домінування ревальваційного тиску на гривню упродовж більшої частини 2019 р. НБУ не в повній мірі сприяв досягненню цілі з інфляції та виконанню завдання з накопичення міжнародних резервів. Так, поступове зміцнення НЕОК гривні стало дезінфляційним фактором. За підсумками року чиста купівля валюти Національним банком сягнула 7,9 млрд дол. США, що є найвищим показником за останні 14 років. Приплив коштів від

нерезидентів для інвестицій у гривневі ОВДП складав лише близько половини обсягу інтервенцій Банку за 2019 р.

На початку 2019 р. НБУ затвердив низку нормативно-правових актів, які стали основою нової системи валютного регулювання та привели її у відповідність до Закону України “Про валюту і валютні операції” [12]. Нове законодавство набрало чинності 7 лютого 2019 р. та замінило попередню нормативну базу з понад півсотні документів, запровадивши послаблення на валютному ринку, перелік яких згодом було розширено та доповнено. Загалом протягом 2019 р. Національний банк скасував понад три десятки валютних обмежень, що стосувались як фізичних, так і юридичних осіб. Приймаючи вказані рішення, НБУ зважав на мінімальну ймовірність дестабілізації валютного ринку від здійснення таких кроків з огляду на рівень його розвитку та домінування на ньому ревальваційного тиску.

Далі розглянемо інші суттєві напрями впливу прийнятих монетарних рішень, зокрема, на реакцію процентних ставок міжбанківського кредитного ринку. Динаміка процентних ставок протягом першої половини 2019 р. визначалась переважно рівнем ліквідності банківської системи, проте практично не вплинула на процентні ставки за новими кредитами та депозитами для домашніх господарств. Подальше зменшення облікової ставки НБУ до 15,5 та 13,5 % річних у жовтні та грудні сприяло зниженню процентних ставок за новими кредитами та депозитами для суб'єктів господарювання, тоді як сегмент домогосподарств залишався інертним до її змін через дію кон'юнктурних та структурних чинників. Так, слабший відгук ставок за депозитами на зменшення інших ринкових ставок пояснювався конкуренцією банків із приватним українським капіталом за ресурси та відносно негнучкими ціновими стратегіями державних банків порівняно з іншими фінансовими установами. Додатковим чинником були все ще високі інфляційні очікування. Переважання в структурі наданих домогосподарствам позик споживчого кредитування залишалось ключовим фактором слабкої реакції цього сегмента на зміну облікової ставки, а збереження на них високого попиту призвело навіть до незначного збільшення їхньої вартості. Крім того, подальша трансмісія стрімкішого зниження облікової ставки в жовтні та грудні (сумарно на 3,0 в. п.) у показники процентних ставок за кредитами й депозитами суб'єктів господарювання та домашніх господарств була обмеженою через горизонт дії монетарної політики (9–18 міс.).

Динаміка доходності за державними цінними паперами великою мірою обумовлювалась потребами уряду в рефінансуванні та можливостями його доступу до зовнішніх ринків. Так, у першій половині року Міністерство фінансів України продовжувало утримувати ставки за ОВДП на високому рівні навіть в умовах початку циклу пом'якшення монетарної політики, проте у другій половині 2019 р., за суттєвого покращання очікувань, зниження доходності за державними цінними паперами відбувалось навіть швидше, ніж облікової ставки.

Важливим є аспект урахування у припущеннях макроекономічного прогнозу відомих на момент його підготовки факторів, які насамперед істотні для цінової динаміки. До уваги бралася найбільш імовірна на момент затвердження прогнозів інформація. Серед припущень, що переглядалися, можна виокремити: ціни на залізну руду; ціни на імпортований природний газ; урожай зернових в Україні; зростання світової економіки; “апетити” міжнародних інвесторів до ризикових активів; адміністративно регульовані тарифи та акцизи. Ключовими припущеннями всіх прогнозів було продовження співробітництва України з МВФ та виконання взятих зобов’язань за новою програмою співпраці в рамках механізму stand-by (SBA).

Частина припущень, покладених в основу прогнозів, не матеріалізувались (слабший приплив капіталу в країни, ринки яких розвиваються; зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році; перехід банківської системи до стану дефіциту ліквідності) і були поступово переглянуті. Однак, згідно зі Звітом Правління [11], на початок 2019 р. оцінка Національного банку щодо врожаю зернових у 2019 р. була однією з найближчих до факту серед інших організацій, котрі не очікували його рекордних показників два роки поспіль.

Рада постійно аналізувала наявність/відсутність систематичних похибок у макроекономічному прогнозі, особливо порівняно з іншими організаціями.

Національний банк запровадив практику щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів, зокрема щодо перевірки систематичної наявності помилок, спроможності передбачати зміну тенденцій, порівняння точності припущень у часі та з іншими організаціями. У першій половині 2019 р. НБУ, відповідно до цієї практики, опублікував ключові висновки стосовно оцінювання точності запланованих рівнів ІСЦ, реального ВВП та сальдо поточного рахунку платіжного балансу [13]. Точність прогнозів Банку щодо інфляції та реального ВВП є середньою, а стосовно сальдо поточного рахунку платіжного балансу – найвищою з-поміж прогнозів таких організацій, як МВФ, Міністерство розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, Dragon Capital, ICU, Альфа-Банк Україна, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs, консенсусних прогнозів Focus Economics та Consensus Economics, опитувань Національним банком фінансових аналітиків.

Рейтинг прогнозів будувався на підставі середніх абсолютних помилок (точність припущень окремої організації була визначена як різниця між середньою похибкою її прогнозу та середньою помилкою за всіма установами) і скоригованих на “ефект часу” середніх абсолютних відхилень (чим пізніше зроблений прогноз, тим більшою стає вага його помилки). Якщо не брати до уваги окреслений ефект (збільшення вагових коефіцієнтів помилок при зменшенні проміжку часу від прогнозу до появи фактичних даних), передбачення НБУ щодо інфляції є одними з найближчих до фактичних значень. У цілому прогнози Національного банку та консенсусні припущен-

ня (що, як правило, точніші, ніж прогнози дані окремих організацій) здебільшого є дуже близькими.

Основним внутрішнім ризиком як січневого, так і квітневого макроекономічних передбачень було розгортання нового політичного циклу та посилення невизначеності в рік президентських і парламентських виборів. Цей ризик матеріалізувався вже в травні 2019 р. через оголошення дострокових виборів до парламенту. Проте, на відміну від попередніх періодів, зростання політичної турбулентності не призвело до збільшення попиту на іноземну валюту та погіршення інфляційних очікувань. Це може бути не лише свідченням сприятливої зовнішньої кон'юнктури (підвищення цін на основні товари українського експорту, ситуація на зовнішніх фінансових ринках), а й додатковим підтвердженням ефективності режиму інфляційного таргетування та виваженої монетарної політики.

Ключовими зовнішніми ризиками січневого макроекономічного прогнозу були охолодження світової економіки, зниження цін на товари українського експорту, ескалація конфлікту з Росією та невизначеність щодо транзиту газу через Україну після 2019 р. Під час квітневого перегляду прогнозу частина загроз матеріалізувалась (наприклад, ризик охолодження світової економіки), а інші не втратили актуальності (зменшення цін на товари вітчизняного експорту, геополітичні зміни та питання транзиту газу після 2019 р.). Також перелік ризиків було доповнено трансформацією настрою нерезидентів щодо інвестицій в ОВДП. У липневому прогнозі до головних внутрішніх ризиків належали: затримка у проведенні ключових реформ або кроки з нівелювання попередніх досягнень, зокрема внаслідок судових та законодавчих рішень, що могли суттєво посилити вразливість національної економіки та стати на заваді продовженню співробітництва з МВФ. Можливою небезпекою також визначалось збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП та відповідне зміцнення обмінного курсу. В жовтні 2019 р. було підтверджено актуальність попередньо окреслених ризиків: відтермінування укладення нової програми співпраці з МВФ та посилення загроз для макрофінансової стабільності, насамперед через рішення українських судів.

Зазначений перелік ризиків був достатньо повним та давав змогу побудувати адекватні альтернативні сценарії макроекономічних прогнозів і забезпечити відповідну управлінську реакцію через монетарну політику, зокрема швидше зниження облікової ставки в умовах збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП.

У НБУ налагоджена взаємодія колегіальних органів. Комітет з питань монетарної політики враховує як базовий сценарій прогнозу, так і можливі альтернативні варіанти, що відповідають найбільш значущим загрозам деєстабілізації. Матеріали за основними ризиками розглядаються і затверджуються Правлінням.

Декларування урядом прискорення реалізації ключових реформ окреслило позитивні перспективи прискорення зростання економіки. Для оцін-

ки макроекономічних ефектів такого розвитку ситуації було розроблено відповідний сценарій та оцінено наслідки для економічної політики. Ефект на інфляцію загалом оцінено як нейтральний через взаємну компенсацію окремих каналів впливу (зміцнення гривні мало компенсувати високий споживчий та інвестиційний попит). Облікова ставка могла знизитись істотніше внаслідок зменшення нейтрального рівня процентної ставки з огляду на зниження премії за ризик інвестування в українські активи та швидшу ревальвацію рівноважного реального обмінного курсу гривні.

Правління під час прийняття рішень із монетарної політики з-поміж наявних варіантів надавало перевагу консервативнішому, оскільки ризики зменшення інфляції нижче цільового рівня є менш значущими порівняно з перевищенням нею цілі, зважаючи на тривале перебування інфляції вище цільового діапазону та необхідність мінімізації ризиків послаблення довіри до дій НБУ.

Важливим є аспект належного спрямування очікувань через пояснення цілей і рішень з монетарної політики. Загальновизнаними результатами ефективних комунікацій є можливість впливати на припущення економічних агентів (у т. ч. щодо ймовірності майбутніх рішень) та вартість фінансових активів (принаймні в короткостроковій перспективі). Загалом у 2019 р. Національний банк провів низку прес-брифінгів для ЗМІ щодо рішень з монетарної політики та постійно оприлюднював прес-релізи.

Таким чином, у підсумку можна констатувати, що фундаментальне зміцнення національної валюти є відносно новим явищем, котре пов'язане з ефектом лібералізації валютного законодавства та відкриттям нових каналів для руху фінансових потоків міжнародного капіталу, що потребує додаткового дослідження ризиків як збільшення пропозиції, так і тиску на обмінний курс. Тобто уперше за останні три роки було досягнуто кількісну ціль з приросту ІСЦ на кінець року, передбачену Основними засадами грошово-кредитної політики на 2019 р.

Значне зниження облікової ставки наприкінці 2019 р. вимагало більш ґрунтовної комунікації із суспільством. На думку Ради, грудневе рішення Правління з цього питання не матиме суттєвого впливу на динаміку ІСЦ у першій половині 2020 р., але за інших рівних умов збережуться ризики другої половини поточного року.

Дії Національного банку в 2019 р. недостатньою мірою спрямовувалися на посилення стимулів для кредитування банківською системою корпоративного сектору економіки і призводили до поглиблення деформацій фінансового ринку, де державні цінні папери та депозитні сертифікати НБУ продовжували відігравати домінуючу роль. Частка депозитних сертифікатів Національного банку та вимог банків до центрального уряду в структурі внутрішніх активів фінансових установ за 2019 р. підвищилась на 3 в. п. і становила 32,3 %.

НБУ продовжує застосування режиму керованого плаваючого валютного курсу. В його рамках відповідно до антиінфляційної спрямованості

політики Банк не перешкоджає підвищенню курсу національної валюти, зумовленому дією середньо- і довгострокових економічних чинників. Однак темп його зміцнення або ослаблення в короткостроковому періоді за необхідності обмежується з метою підтримки конкурентоспроможності вітчизняного виробництва, подолання невизначеності на внутрішньому фінансовому ринку.

Провівши ґрунтовну аналітичну роботу, Рада Національного банку, відповідно до п. 13 ст. 9 Закону України “Про Національний банк України”, надала рекомендації Правлінню НБУ та Уряду щодо узгодження дій на грошовому ринку з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Зокрема, Правлінню запропоновано: до кінця II кв. 2020 р. актуалізувати дослідження та оцінки щодо ефекту перенесення зміцнення обмінного курсу на індекси цін в Україні; провести дослідження щодо наявності систематичних відхилень у прогнозних моделях Національного банку, у т. ч. за блоком “ринок праці”; удосконалити аналітичну роботу НБУ з ідентифікації фундаментальних трендів зміцнення обмінного курсу, оцінки рівноважного сальдо поточного рахунку платіжного балансу та рівноважного обмінного курсу; переглянути тактику досягнення інфляційної цілі та підтримки низького та стабільного рівня інфляції в середньостроковій перспективі з урахуванням негативних ризиків.

Кабінету Міністрів України рекомендовано: вжити заходів для усунення структурних деформацій на внутрішньому фінансовому ринку, пов'язаних з домінуванням запозичень держави; розглянути можливість розроблення дієвих заходів, що повинні сприяти зниженню залежності надходжень до державного бюджету від коливань обмінного курсу.

Перспективним завданням НБУ залишається режим інфляційного таргетування. Головними його елементами є середньострокові пріоритети зниження інфляції, обмеження присутності НБУ на внутрішньому валютному ринку, підвищення ролі процентної ставки.

Отже, продовження в майбутньому ефективної грошово-кредитної політики є вкрай важливим для нормального функціонування всіх складових вітчизняної СЕС, оскільки стабільність курсу національної валюти і вартість кредитів суттєво впливають на “реальні” аспекти економіки, а саме: еволюцію споживання, інвестиції, зовнішню торгівлю, активність суб'єктів господарювання, рівень зайнятості населення.

Список використаних джерел

1. *Simons H.* Economic Policy for Free Society. Chicago : The University of Chicago Press, 1948. 363 p. P. 161.
2. *Bernanke B., Gertler M.* Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*. 1989. Vol. 79, No 1. March. P. 14–31. P. 14.
3. *Meltzer A.* Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9, No. 4 (Fall). P. 49–72. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.49>.

4. Van den Heuvel S. Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission. *FRBNY Economic Policy Review*. 2002. Vol. 8. No. 1. P. 259–265. URL: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>.
5. Estrella A. Securitization and the Efficacy of Monetary Policy. *FRBNY Economic Policy Review*. 2002. Vol. 8, No. 1. P. 1–13. URL: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205estrpdf.pdf>.
6. Kuttner K., Mosser P. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *FRBNY Economic Policy Review*. 2002. Vol. 8, No. 1. P. 15–26. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/658c/760f44d986f99f2d21e51c632689b4fe58af.pdf>.
7. Schinasi G. Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. *IMF Working Paper*. 2003. WP/2003/121. 17 p. URL: <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-https://doi.org/10.5089/9781451854404.001>.
8. Конституція України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#n4599>.
9. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-ХІV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.
10. Про затвердження Порядку розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням : рішення Ради Національного банку України від 26.06.2019 № 27-рв. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr027500-19/sp:max10>.
11. Про діяльність Правління Національного банку України щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році : рішення Правління Національного банку України від 13.02.2020 № 123-рш. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr004500-20>.
12. Про валюту і валютні операції : закон України від 21.06.2018 № 2473-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>.
13. Інфляційний звіт. Квітень 2019 року / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-za-kviten-2019-roku>.

References

1. Simons, H. (1948). *Economic Policy for Free Society*. Chicago: The University of Chicago Press.
2. Bernanke, B., Gertler, M. (1989, March). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*, 79 (1), 14–31.
3. Meltzer, A. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 49–72. DOI: 10.1257/jep.9.4.49.
4. Van den Heuvel, S. (2002). Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission. *FRBNY Economic Policy Review*, 8 (1), 259–265. Retrieved from <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>.
5. Estrella, A. (2002). Securitization and the Efficacy of Monetary Policy. *FRBNY Economic Policy Review*, 8 (1), 1–13. Retrieved from <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205estrpdf.pdf>.
6. Kuttner, K., Mosser, P. (2002). The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *FRBNY Economic Policy Review*, 8 (1), 15–26. Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/658c/760f44d986f99f2d21e51c632689b4fe58af.pdf>.
7. Schinasi, G. (2003). Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. *IMF Working Paper*, WP/2003/121. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-https://doi.org/10.5089/9781451854404.001>.
8. Verkhovna Rada of Ukraine. (1996). *Constitution of Ukraine* (Law No. 254k/96-ВР, June 28). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#n4599> [in Ukrainian].

9. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *About the National Bank of Ukraine* (Law No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> [in Ukrainian].

10. National Bank of Ukraine. (2019). *On Approving the Procedure for Developing the Fundamental Principles of Monetary Policy and Exercising Control over its Implementation* (Decision No. 27-rd, June 26). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr027500-19/sp:max10> [in Ukrainian].

11. National Bank of Ukraine. (2020). *On the activities of the Board of the National Bank of Ukraine on the implementation of the Fundamental Principles of Monetary Policy in 2019* (Decision No. 123-rsh, February 13). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr004500-20> [in Ukrainian].

12. Verkhovna Rada of Ukraine. (2018). *About currency and currency transactions* (Law No. 2473-VIII, June 21). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19> [in Ukrainian].

13. National Bank of Ukraine. (2019, April). *Inflation report*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-za-kviten-2019-roku> [in Ukrainian].