

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.04.007>

УДК 336.71; 336.74

Б. М. Данилишин

доктор економічних наук, професор, академік НАН України, завідувач кафедри регіоналістики і туризму Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна, bohdan.danylyshyn@bank.gov.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

І. В. Богдан

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник, ibohdan@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

**ЕВОЛЮЦІЯ ПОГЛЯДІВ НА РОЛЬ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО
БАНКУ: ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ**

Анотація. Стаття присвячена проблематиці формулювання цілей діяльності центральних банків та модернізації монетарної політики у світлі новітнього світового досвіду. Особливу увагу приділено питанням концепції нейтральності грошової пропозиції й інфляційного таргетування. На основі емпіричних даних доведено, що низька інфляція не є необхідною та достатньою умовою досягнення країною економічного успіху. Визначено причини зниження ефективності інфляційного таргетування в країнах із нерозвинутими ринками – домінування немонетарних факторів інфляції, висока залежність економіки від імпорту, слабкість ринкових інститутів. Встановлено, що більша частина компонентів споживчого кошика інфляції України (62 %) мають немонетарний характер, тобто залежать від змін адміністративно регульованих тарифів, світових цін, обмінного курсу, сезонних факторів та ін. Обґрунтовано рекомендації з коригування політики центрального банку в умовах відновлення економіки після пандемії COVID-19, які полягають у забезпеченні гнучкості режиму інфляційного таргетування, запровадженні нових інструментів для ефективного функціонування інституту фінансового посередництва, координації монетарної й фінансової політики, сприянні інклюзивному економічному зростанню.

Ключові слова: монетарна політика, центральний банк, інфляція, інфляційне таргетування, фінансове посередництво, інклюзивне зростання.

Рис. 2. Табл. 4. Літ. 18.

Bohdan Danylyshyn

Dr. Sc. (Economics), Professor, Academician of NAS of Ukraine, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine, bohdan.danylyshyn@bank.gov.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

Ivan Bohdan

Ph. D. (Economics), Senior Research Fellow, ibohdan@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

**EVOLUTION OF VIEWS ON THE ROLE OF CENTRAL BANK POLICY:
CONCLUSIONS FOR UKRAINE**

Abstract. The effects of COVID-19 pandemic resulted in modification of the goals and instruments of central banks activities in the context of strengthening their responsibility for supporting aggregate demand, more effective financial intermediation, smooth functioning of financial markets and creating conditions for inclusive economic growth. The purpose of the article is to elaborate proposals for changing the priorities of monetary policy in an economy with emerging markets in the post-crisis economic recovery. The article criticizes the concept of money supply neutrality from the standpoint of its simplified

© Данилишин Б. М., Богдан І. В., 2021

interpretation of the impact of the interest rate on activities with different duration and complexity of the technological process, as well as its detachment from the principles of inclusive economic growth. The authors reveal the factors that reduce the effectiveness of the application of the monetary regime of inflation targeting in countries with emerging markets, which consist in the dominance of non-monetary inflation factors, high import dependence of the economy etc. Based on empirical data for 1990-2019, they prove that low inflation is not a sufficient and necessary prerequisite for achieving economic success by a country. Authors suggest that the share of components of the inflation basket in Ukraine with high non-monetary effects is 62%, which indicates the presence of high risks of failures of the monetary policy transmission mechanisms. They argue that under the Ukrainian conditions at the beginning of 2021 an increase in the central bank's key rate will appear to be counterproductive: the access to critically needed borrowed resources will go down, economic agents will spend more of their savings, and the pace of economic recovery will slow down. The recommendations for improving the NBU policy have been devised; they consist in ensuring the flexibility of the monetary inflation targeting regime, introducing targeted refinancing instruments to increase the efficiency of the financial intermediation, developing effective coordination of monetary and fiscal policy, and implementing measures aimed at creating conditions for inclusive economic growth.

Keywords: monetary policy, central bank, inflation, inflation targeting, financial intermediation, inclusive growth.

JEL classification: E42, E52, E58.

Б. М. Данилишин

доктор экономических наук, профессор, академик НАН Украины, заведующий кафедрой регионалистики и туризма Киевского национального экономического университета имени Вадима Гетьмана, Киев, Украина

И. В. Богдан

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник

ЭВОЛЮЦИЯ ВЗГЛЯДОВ НА РОЛЬ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА: ВЫВОДЫ ДЛЯ УКРАИНЫ

Аннотация. Статья посвящена проблематике формулирования целей деятельности центральных банков и модернизации монетарной политики в свете новейшего мирового опыта. Особое внимание уделено вопросам концепции нейтральности денежного предложения и инфляционного таргетирования. На основе эмпирических данных доказано, что низкая инфляция не является необходимым и достаточным условием достижения страной экономического успеха. Определены причины снижения эффективности инфляционного таргетирования в странах с неразвитыми рынками – доминирование немонетарных факторов инфляции, высокая зависимость экономики от импорта, слабость рыночных институтов. Установлено, что большая часть компонентов потребительской корзины инфляции Украины (62 %) носят немонетарный характер, то есть зависят от изменений административно регулируемых тарифов, мировых цен, обменного курса, сезонных факторов и т. д. Обоснованы рекомендации по корректировке политики центрального банка в условиях восстановления экономики после пандемии COVID-19, которые заключаются в обеспечении гибкости режима инфляционного таргетирования, внедрении новых инструментов для эффективного функционирования института финансового посредничества, координации монетарной и фискальной политики, содействии инклюзивному экономическому росту.

Ключевые слова: монетарная политика, центральный банк, инфляция, инфляционное таргетирование, финансовое посредничество, инклюзивный рост.

Поточна криза зумовила подальшу еволюцію поглядів на застосування інструментів макроекономічної політики для досягнення цілей фінансової стабілізації та стимулювання сукупного попиту.

Акцент нинішніх рекомендацій міжнародних фінансових організацій зміщено з питань забезпечення фінансової стійкості до питань підтримки сукупного попиту шляхом проведення стимулюючої фінансової та монетарної політики, а також активного фінансування сфери охорони здоров'я [1]. Стимулюючи фінансову й монетарну політику рекомендується проводити доти, доки процеси економічного відновлення та формування національних заощаджень не стануть стійкими. Заходи монетарної політики мають підтримати надходження додаткової ліквідності в економіку через інструменти кредитування задля сприяння економічній активності, зайнятості й фінансовій стабільності.

Однак у вітчизняних умовах реалізація зазначених антикризових заходів наражається на провали ефективності, спричинені низькою дієздатністю окремих інститутів, зокрема фінансового посередництва. Діяльність цього інституту як до, так і під час нинішньої кризи характеризується недостатньою участю банків та інших фінансових установ у перерозподілі національних заощаджень (особливо в частині кредитування), зосередженням операцій переважно у сфері низькоризикових державних облігацій і безризикових депозитних сертифікатів НБУ, неефективною трансмісією ключової ставки центрального банку на ринку державних запозичень. Банківській системі зразка початку 2021 р. притаманний рекордно високий рівень ліквідності (коефіцієнт адекватності капіталу банків становить 22 за нормативу 10) одночасно зі збереженням нижчого, ніж будь-коли, рівня кредитування реальної економіки (близько 14 % ВВП). Нерезультативність природного перерозподілу заощаджень ускладнює досягнення поставлених цілей макроекономічної політики.

Ще однією проблемою України є ризики зниження ефективності функціонування монетарного режиму інфляційного таргетування (далі – ІТ) унаслідок посиленої дії немонетарних чинників інфляції в умовах нерозвинутих ринків. Провали ефективності монетарного режиму загрожують непродуктивним застосуванням його інструментів (облікової ставки) як засобу зниження інфляції та пов'язаним із цим надмірним гальмуванням економічної активності.

У цьому контексті метою статті є обґрунтування пропозицій щодо модифікації пріоритетів монетарної політики в умовах економіки з нерозвинутими ринками в процесі посткризового відновлення економіки за домінування немонетарних чинників інфляції.

У світовій і вітчизняній науці питання формулювання напрямів та завдань монетарної політики в контексті забезпечення збалансованого, сталого економічного зростання досліджувалося такими вченими, як О. Бланшар, В. М. Геець, Т. І. Єфименко, Е. Канділ, С. О. Кораблін, О. І. Петрик, Т. Дж. Сарджент, Е. Тернер [2–9] та ін.

Зокрема, О. Бланшар і Е. Тернер доводять необхідність модифікації принципів функціонування фінансового сектору з огляду на проблеми фінансової стабільності й підтримки економічного зростання [2; 9]. Т. Дж. Сарджент визначив критерії гармонізації монетарної та фінансової політики, запропонував терміни “фінансове домінування” й “монетарне домінування” [10]. Е. Канділ довів, що істотні флуктуації при реалізації монетарної політики в довгостроковій перспективі обмежують можливості стабілізації економічного зростання на рівноважному рівні та призводять до зменшення обсягів випуску [5]. Результати досліджень українських учених В. М. Гейця, Т. І. Єфименко, С. О. Корабліна засвідчують доцільність активнішої участі центрального банку в розв’язанні проблеми економічного зростання [3; 4; 6]. О. І. Петрик обстоює ідею пріоритезації цілей цінової та фінансової стабільності для забезпечення умов сталого економічного зростання [7].

До глобальної кризи 2007–2008 рр. Мейнстрімом економічної науки у сфері грошово-кредитних відносин у той час була думка про нейтральність впливу діяльності фінансового сектору на економічні процеси. Вважалося, що фінансові ринки можуть належним чином хеджувати ризики, забезпечуючи ефективну й безпечну трансмісію фінансових потоків від кредиторів до позичальників. А також, що контроль за низьким рівнем інфляції є достатнім цільовим параметром грошово-кредитної політики для збереження макроекономічної стабільності. Розширення й поглиблення фінансових ринків (у т. ч. у напрямі сек’юритизації та транскордонного руху капіталів) розцінювалися виключно як позитивні процеси, котрі підвищують фінансову стабільність.

Проте катастрофічні наслідки глобальної кризи змусили переглянути роль фінансового сектору. Криза виявила прогалини в гіпотезах ефективних ринків і раціональних очікувань, які слугували теоретичним підґрунтям лібералізації відносин у фінансовій сфері економіки. З’ясувалося, що в умовах асиметрії інформації та ірраціональних рішень (несвідомих і свідомих) функціонування нерегульованих фінансових ринків неодмінно супроводжується дисбалансами, спровокованими, зокрема, необґрунтованою динамікою цін на певні фінансові активи. Нестабільність фінансових ринків глибоко зачепила процеси в реальній економіці та сфері соціального капіталу. Нейтральність операцій фінансового сектору виявилася міфом. Стало очевидно: фінансові ринки потребують розроблення й запровадження продуманих регуляцій, що й було зроблено після 2009 р.

Позиціонування нейтральності фінансової системи відносно процесів у реальній економіці впливає з так званої концепції довгострокової нейтральності грошової пропозиції, котра набула популярності завдяки працям Ф. Хаєка ще в 1930-х роках [10]. Недоліком цієї концепції є те, що в її основі – уявлення про ринки ідеальної конкуренції, де структура економіки залишається гнучкою за будь-яких умов доступу до кредитних ресурсів.

Згідно із зазначеною концепцією, зменшення чи збільшення грошової пропозиції жодним чином не впливає на реальне виробництво чи спожив-

вання, а лише на зміну цін. Суб'єкти економіки зберігають кредитоспроможність за несприятливих обставин та можуть легко збільшувати масштаби своєї діяльності в разі настання сприятливих умов. При цьому ігнорується той факт, що технологічний процес виробництва в різних видах діяльності потребує неоднакових строків обороту фінансового капіталу. Висока ставка процента може бути прийнятною для галузей зі швидким оборотом капіталу й абсолютно не прийнятною для тих, котрим властивий тривалий процес виробництва або які потребують постійних інвестицій у дослідження й розробки. Очевидно, що довгочасне функціонування економіки в умовах "дорогих" грошей призводить до спрощення економічної діяльності, її деіндустріалізації, скорочення інновацій, втрат людського капіталу. Знижується інклюзивність економічного зростання, що підриває довгострокову стабільність господарської системи та породжує соціальну напруженість. Тому довгострокова нейтральність монетарної політики є суто теоретичним поняттям і сліпа віра в таку концепцію в умовах реальної економіки може бути небезпечною, що й довела світова фінансова криза.

Після глобальної кризи 2007–2008 рр. В цей період межі повноважень центральних банків світу були істотно розширені за рахунок мандата на підтримку фінансової стабільності. Макропруденційний вектор діяльності центробанків широко рекомендувався міжнародними організаціями та мав на меті впорядкування банківського кредитування, зваженого на ризик.

Зворотним боком надмірної концентрації уваги банків на макропруденційних проблемах стало зниження ефективності виконання ними функції фінансового посередництва. Це спостерігалось навіть у США та пояснювалося втратою широких можливостей для кредитування у зв'язку із загальним економічним спадом і зменшенням кількості надійних позичальників [11].

Особливо гострою проблема обмеженості банківського кредитування є для країн із нерозвинутими фондовими ринками, з низьким і пригніченим внутрішнім попитом. Проблема звуження кредитування (особливо в сегменті дрібного бізнесу) має чималі небезпечні наслідки для суспільного добробуту та сталого розвитку. Саме тому центральні банки провідних країн світу протягом останніх років приділяли увагу розвитку програм пільгового рефінансування специфічного банківського кредитування (підтримка МСБ тощо). Такі ініціативи здійснювалися ФРС, ЄЦБ, центробанками Великобританії, Швейцарії, Угорщини, Росії та ін. (наприклад, TLTRO в ЄС, The Funding for Lending Scheme у Великобританії, FGS в Угорщині [12]). Зазначене було в певному сенсі продовженням еволюції мандата центральних банків, яке, на жаль, не знайшло свого відображення в українській практиці.

Після глобальної кризи 2007–2008 рр. монетарний режим ІТ набув подальшого поширення в практиці роботи центробанків (із 2016 р. включаючи й Україну). Проте дедалі частіше авторитетні економісти критикували безоглядне дотримання інфляційних цілей [2; 9; 13; 14]. Зокрема, критика виключної "антиінфляційної" спрямованості роботи центральних банків

пов'язувалася з її негативними наслідками для економічного зростання й нерівності. Слід також додати, що нерозвинутість ринків кардинально знижує ефективність застосування монетарного режиму ІТ, оскільки в таких умовах трансмісійні механізми грошово-кредитної політики слабо передають потрібні імпульси, а поведінка суб'єктів економіки не диктується ринковими очікуваннями.

Під час коронакризи. Криза COVID-19 стимулювала подальшу експансію поглядів на мандат і місію центральних банків, включаючи посилення відповідальності останніх за успішне фінансове посередництво, згладжене функціонування фінансових ринків, підтримку зайнятості, боротьбу з нерівністю та подолання викликів, пов'язаних із кліматичними змінами.

Сприяння ефективному функціонуванню інституту фінансового посередництва є запорукою продуктивного використання наявних національних заощаджень на цілі економічного зростання. Дедалі глибше розмивання межі між фіскальною й монетарною політикою підкреслило важливість використання повного арсеналу інструментів центробанку з метою подолання актуальних проблем сучасного суспільства.

На порядок денний сучасної монетарної політики виносяться завдання налагодження ефективної взаємодії монетарних інструментів та заходів фіскальної і структурної політики, забезпечення стабільного й ліквідного функціонування фінансових ринків, фінансування проектів, покликаних сприяти інклюзивному економічному зростанню.

Цілі такого зростання передбачають підвищення стандартів формування людського капіталу, зниження нерівності, протидію негативним кліматичним змінам. Розв'язання вказаних проблем вимагає широкого консенсусу завдань монетарної, фіскальної, структурної політики. Оцінка вартості кредитних ресурсів, залучених у такі проекти виключно з позицій ринкової дохідності, зваженої на ризик, не є оптимальним рішенням. Тому збільшення ролі та участі монетарного регулятора в проектах, орієнтованих на інклюзивне зростання, виглядає обґрунтованим.

Таргетування інфляції. У період розгортання коронакризи актуалізувалося питання доцільності безальтернативного спрямування діяльності центрального банку на досягнення низьких темпів інфляції. Нині центробанки застосовують масштабні монетарні стимули для підтримки своїх економік, котрі можуть іти врозріз із їхніми довгостроковими цілями щодо рівня споживчої інфляції. Однак після подолання гострих проявів економічної кризи реакція монетарної політики у вигляді підвищення ключової ставки у відповідь на ймовірне пришвидшення інфляції не виглядає раціональним рішенням з огляду на масштаби кризових ефектів, які зачепили й бізнес-активність, і формування людського капіталу.

Для країн із ринками, що формуються, ризиком технічного застосування рекомендацій ІТ є загроза надмірного гальмування темпів економічного зростання внаслідок нерозвинутих і неефективних ринків та домінування немонетарних чинників інфляції й неринкових очікувань. У таких країнах

трансмісія ключової ставки є слабкою та часто не досягає процесів, де утворюється інфляція попиту.

Україна вже мала негативний досвід “жорсткого” циклу монетарної політики 2017–2019 рр., коли темпи відновлення економіки були критично низькими (близько 3 % на рік після стрімкого падіння реального ВВП на 16 % у 2014–2015 рр.), натомість інфляція досягла таргету в 5 % наприкінці 2019 р. Спостерігалось зростання безробіття, трудової міграції за кордон, розпочався спад у промисловості, рекордно погіршився платіжний баланс.

Можливими напрямками модифікації мандата центрального банку є скерування його діяльності на досягнення комбінованих цілей, які включають номінальний чи реальний ВВП, рівень безробіття, інфляцію тощо. Зокрема, Д. О’Нілл обґрунтовує, що в нинішніх умовах підпорядкування монетарної політики цілі приросту *номінального ВВП* надало би процесу посткризового економічного відновлення оптимальну динаміку [14].

На системні недоліки монетарного режиму ІТ неодноразово вказував Нобелівський лауреат Дж. Стігліц. Він довів, що функціонування режиму ІТ послаблює економіку й підвищує безробіття, а це тільки ускладнює завдання виживання бідних країн у турбулентному світі [13].

Інфляція та ВВП. Емпіричні дані країн світу показують, що високі темпи економічного зростання можуть супроводжуватись як низькими темпами інфляції, так і помірно високими.

Авторами проаналізовано динаміку економічного зростання у вибірці країн світу, котрі в період 1990–2019 рр. досягли рівня доходів у 20 тис. дол. США за ПКС на одного жителя (в цінах 2011 р.). Усього таких країн 21. Встановлено, що кількість країн, які мали високі темпи зростання ВВП (понад 4 %) за низької інфляції (менше 5 %) та високої (понад 5 %), є майже однаковою: 10 проти 8 (табл. 1). Для розрахунків використовувався період за п’ять років до зазначеного досягнення, при цьому не бралися до уваги дані за роки фінансових криз (2007–2008 і 1997 рр.), а також дані острівних офшорних країн.

Таблиця 1. Розподіл країн, що в 1990–2019 рр. досягли рівня доходів у 20 тис. дол. США за ПКС

Тип економіки	Кількість	Країни
З високими темпами реального ВВП та низькою інфляцією	10	Чилі, Хорватія, Естонія, Південна Корея, Литва, Малайзія, Панама, Польща, Словаччина, Тайвань
З високими темпами реального ВВП і високою інфляцією	8	Чехія, Угорщина, Казахстан, Латвія, Португалія, Росія, Словенія, Туреччина
З низькими темпами реального ВВП та високою інфляцією	1	Уругвай
З низькими темпами реального ВВП і низькою інфляцією	2	Болгарія, Румунія

Складено авторами.

Таблиця 2. Зростання реального ВВП та інфляції в країнах, що досягли високого рівня доходів на одну особу (20 тис. дол. США за ПКС)

Країна	Рік досягнення цього рівня	ВВП за ПКС на одну особу у 2019 р. (у постійних цінах 2011 р.)	Середній темп зростання реального ВВП протягом п'яти років до досягнення цього рівня, %	Середня інфляція протягом п'яти років до досягнення цього рівня, %
Болгарія	2018	21 389	3,3	0,2
Чилі	2011	22 976	5,4	5,0
Хорватія	2006	24 182	4,9	2,4
Чехія	1996	33 904	4,4	8,9
Естонія	2004	31 599	7,4	3,6
Угорщина	2003	29 771	4,1	7,7
Казахстан	2011	25 358	8,8	10,0
Південна Корея	2000	39 060	8,8	4,1
Латвія	2007	27 245	9,9	7,8
Литва	2006	32 155	7,8	1,6
Малайзія	2007	28 706	5,9	2,4
Панама	2015	23 416	7,8	3,2
Польща	2008	29 607	5,2	2,8
Португалія	1991	29 391	6,2	11,1
Румунія	2016	24 618	3,5	1,2
Росія	2006	25 943	6,8	11,7
Словаччина	2006	31 890	6,1	5,0
Словенія	1997	33 430	4,2	13,8
Тайвань	1993	48 085	7,6	3,9
Туреччина	2013	24 805	7,6	7,8
Уругвай	2017	20 586	2,5	8,2
У середньому		28 958	6,1	5,8
Україна (довідково)	–	8 561	–	–

Розраховано та складено за: World Economic Outlook database. 2019. October. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/WEO-Database/2019/WEOOct2019all.ashx>.

У середньому країни, що досягли економічного успіху, мали річний темп зростання реального ВВП 6,1 %, а інфляції – 5,8 %. Лише у трьох країнах вибірки (Уругваї, Болгарії, Румунії) середні темпи реального ВВП були меншими за 4 %. Середній рівень інфляції понад 6 % на рік спостерігався в дев'яти країнах (табл. 2).

Для України, в котрої поточний рівень доходів на одну особу становить близько 8,6 тис. дол. США за ПКС (у цінах 2011 р.), показники вказаної групи країн можуть розглядатись як цільові орієнтири при плануванні її макро-економічної політики на середньо- й довгострокову перспективи. Зазначене підтверджує тезу про те, що в країнах із неформованими ринками намага́ння утримувати низьку інфляцію не є безперечною передумовою економічного успіху.

Немонетарна інфляція. Ризик надмірного пригнічення економічного зростання в країнах із неформованими ринками великою мірою обумов-

люється домінуванням у них немонетарних або структурних чинників інфляції. Останні пов'язані не з надмірним попитом, а зі зростанням витрат чи проведенням певних структурних реформ, наприклад у сфері енергетики, ринку праці тощо. Їх проінфляційна дія безпосередньо не залежить від рішень стосовно облікової ставки.

Поточна інфляційна динаміка в Україні зазнає істотного тиску з боку таких немонетарних чинників, як висока імпортозалежність економіки, неконкурентні ринки, реформи у сфері енергетики. Девальвація обмінного курсу, підвищення тарифів, акцизів, світових цін на нафту, зміна погодних умов, збільшення епідеміологічних витрат на медицину й санітарну безпеку – всі ці фактори з різною інтенсивністю вплинули (та впливатимуть у майбутньому) на ціни окремих виробників товарів і послуг залежно від технологічного процесу.

За розрахунками авторів компоненти інфляції, котрі переважно залежать від немонетарних чинників, становлять 62 % споживчого кошика ІСЦ України. Майже 40 % цього кошика припадає на імпортні товари, й лише 24 % компонентів ІСЦ України можна назвати такими, що домінантно визначаються ринковими чинниками (табл. 3).

Таблиця 3. Немонетарна інфляція України, %

Споживчі ціни	Частка в інфляційному кошику	Вплив немонетарного ефекту на ціни		
		Частка небазової інфляції	Частка імпорту в обсягах споживання	Частка неринкової пропозиції товарів і послуг (випуску секторів ЗДУ та НКО)
Загалом	100	41,0	38,2	–
Продукти харчування та безалкогольні напої, разом	43,3	48,1	17,0	0
продукти харчування	40,9	51,0	16,5	0
безалкогольні напої	2,4	0	25,1	0
Алкогільні напої, тютюнові вироби	7,9	100	21,4	0
Одяг і взуття	5,2	0	93,2	0
Житло, вода, електроенергія, газ тощо, разом	7,8	78,9	0,3	–
електроенергія	1,3	100	1,9	0
природний газ	2,2	100	40,7	0
гаряча вода, опалення	1,6	100	0	0
Предмети домашнього вжитку, побутова техніка	4,2	0	69,4	0
аудіо-, відеотехніка	1,1	0	99,5	0
Охорона здоров'я, разом	6,6	0	37,5	10,3
Фармацевтична продукція, медичні товари й обладнання	4,9	0	50,3	0
Амбулаторні послуги	1,0	0	0	40,2
Транспорт, разом	10,6	54,8	47,1	0
транспортні засоби	3,7	0	94,8	0
транспортні послуги	3,3	89,6	6,7	0

Закінчення табл. 3

Споживчі ціни	Частка в інфляційному кошику	Вплив немонетарного ефекту на ціни		
		Частка небазової інфляції	Частка імпорту в обсягах споживання	Частка неринкової пропозиції товарів і послуг (випуску секторів ЗДУ та НКО)
Зв'язок	2,9	6,9	24,8	0
мобільні телефони	0,7	0	99,9	0
Відпочинок і культура	3,2	0	62,0	0
Освіта	1,4	12,7	0	94,4
Ресторани та готелі	3,1	0	0	0
Різні товари й послуги	3,9	0	–	0

Розраховано та складено авторами.

Критерієм наявності високого немонетарного впливу обрано числове значення понад 50 % за одним із трьох показників: 1) частка небазової інфляції згідно з Методикою розрахунку базового індексу споживчих цін [15]; 2) частка імпорту в обсягах споживання; 3) частка неринкової пропозиції товарів і послуг із боку сектору загальнодержавного управління (ЗДУ) та некомерційних організацій (НКО). Критерієм низького немонетарного впливу обрано значення відповідних показників, менше за 30 %.

У березні 2021 р. річна інфляція в Україні становила 8,5 %, при цьому її компоненти з високим немонетарним впливом зросли на 11,9 %, а з низьким і середнім – тільки на 2,9 % (тобто значно менше від таргету інфляції, який дорівнює 5 %) (табл. 4). Як наслідок, 7,6 % із 8,5 % інфляції були спричинені компонентами з високим немонетарним впливом.

Посилення дії немонетарних чинників інфляції спостерігається починаючи із серпня 2020 р., а з листопада того ж року вони цілковито домінують у її структурі, генеруючи понад 75 % загального приросту цін (рис. 1).

З огляду на немонетарний характер ключових чинників інфляції, оперування основною ставкою НБУ для її корекції в нинішніх умовах матиме дуже обмежений вплив. Немонетарна інфляція не може бути ефективно нівельована за допомогою облікової ставки, яка є інструментом впливу на попит, а зростання вартості витрат та їх мультиплікація в цінах виробників мало залежать від змін попиту.

Таблиця 4. Складові інфляції України, %

Компоненти інфляції	Частка в інфляційному кошику	Річний приріст інфляції в березні 2021 р.
Загалом	100,0	8,5
З високим немонетарним впливом	62,3	11,9
З низьким і середнім немонетарним впливом	37,7	2,9

Розраховано та складено авторами.

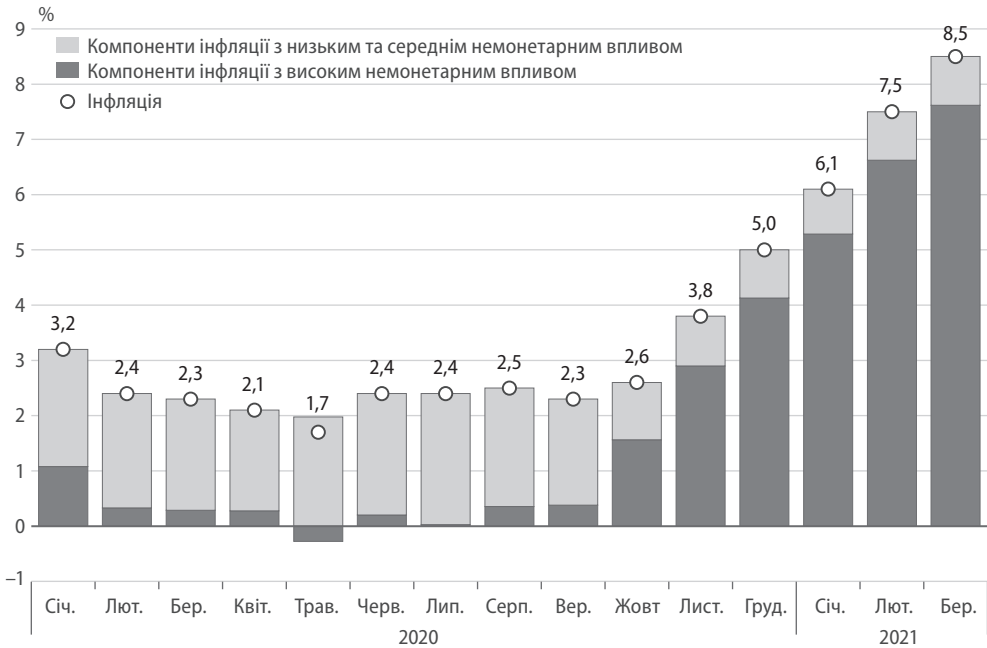


Рис. 1. Інфляція в Україні в річному вимірі

Розраховано авторами.

Домінування інфляції немонетарного характеру зумовлює потребу в модифікації системи прийняття рішень із монетарної політики в контексті забезпечення їх більш збалансованого впливу на інфляційні процеси та економічну активність.

Внутрішній попит. Важливим індикатором для оцінки прийнятності тих чи інших змін монетарної політики як реакції на інфляційні процеси є внутрішній попит і розрив між фактичним та потенційним ВВП.

В умовах пригніченого внутрішнього попиту й від'ємного розриву ВВП проведення жорсткішої монетарної політики, збільшення ставки процента (як реакції на високі темпи інфляції) критично обмежить доступність позичкового ресурсу для суб'єктів ринку, що призведе до звуження господарської діяльності, скорочення заходів фінансової підтримки економіки, непродуктивного витрачання накопичених заощаджень на покриття збитків або навіть до банкрутства.

Поточний стан економіки України є далеким від рівноважного. За підсумками 2020 р. падіння реального внутрішнього попиту (інвестицій і споживчих витрат) становило близько 6 % (за зменшення реального ВВП на 4 %) (рис. 2). Фактичний ВВП нижчий від потенційного на 2,7 % [16].

Основним драйвером зниження внутрішнього попиту в Україні у 2020 р. стало скорочення інвестиційної діяльності майже на 50 %. При цьому споживчі витрати зросли тільки на 0,5 %. До речі, близько 70 % споживчих витрат в Україні припадає на товари й послуги першої потреби (продовольчі

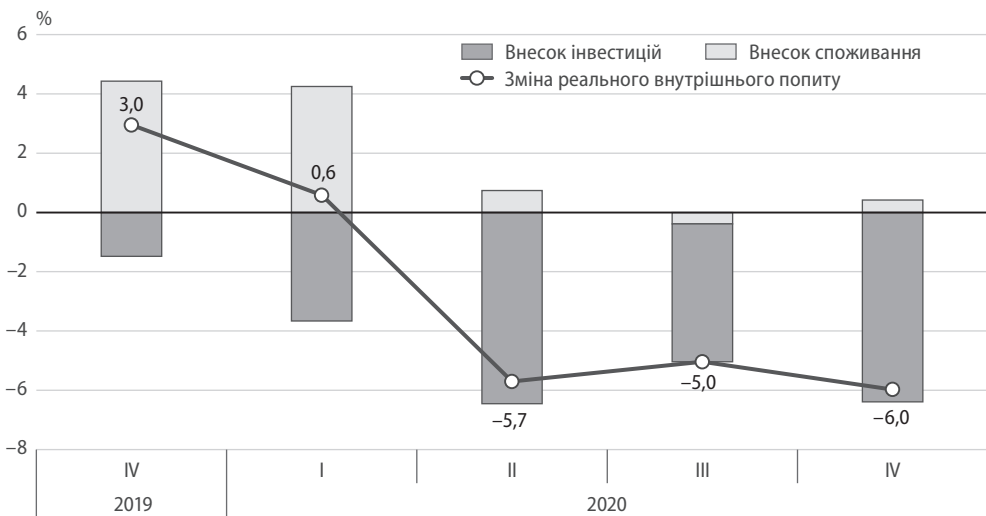


Рис. 2. Реальний внутрішній попит в Україні, % до попереднього року

Розраховано за даними Державної служби статистики України.

товари, медицина, житлово-комунальні послуги), що свідчить про відсутність глибокого й диверсифікованого внутрішнього споживчого попиту.

Проведення жорсткішої монетарної політики в таких умовах здійснюватиме рестрикційний вплив на динаміку економічної активності, котра ще не відновилася до свого рівноважного рівня.

Крім того, підвищення основної ставки очікувано сприятиме збільшенню вартості державних запозичень, що обмежить можливості Уряду України в залученні запланованих позик та реалізації бюджетних програм антикризової підтримки економіки. Так, невиконання плану державних запозичень за I кв. 2021 р. (на 26 %) уже призвело до невиконання поточного плану видатків загального фонду державного бюджету на 8 %.

Інститут фінансового посередництва. Ефективність функціонування цього інституту відіграє визначальну роль у трансформації національних заощаджень в інвестиції. Тому проблеми його діяльності не повинні залишатися поза увагою державних органів.

Нинішня криза зумовила істотне зростання депозитів у вітчизняній банківській системі (з початку 2020 р. на 280 млрд грн, або 27 %). Це відбулося переважно через збільшення витрат суб'єктів економічної діяльності в офіційному сегменті економіки та їх осідання на банківських рахунках до запитання (на 230 млрд грн, або 38 %). Поточна ліквідність банківської системи України перевищує 200 млрд грн (депозитні сертифікати плюс кореспондентські рахунки банків у НБУ), а адекватність капіталу банків – 22 % за нормативного значення понад 10 %.

Однак збільшена грошова маса майже не перерозподіляється на користь нових кредитів. На кінець лютого 2021 р. частка працюючих кредитів банків, наданих нефінансовим корпораціям, у ВВП була меншою за 10 %.

Порівняно з початком 2020 р. їх приріст становив лише 0,1 % ВВП, тобто 33 млрд грн. При цьому майже половина (близько 15 млрд грн) чистого річного приросту банківських кредитів корпоративному сектору пов'язана з інструментами фіскального стимулювання в рамках програм “5-7-9” і портфельних гарантій.

Процеси позичкового фінансування реальної економіки в Україні й за динамікою, й за рівнем істотно відстають від загальносвітових показників. Так, протягом останнього року в інших країнах світу з ринками, що формуються, банківське кредитування реальної економіки як частка ВВП помітно зростало: у Білорусі, Угорщині – на 7 % ВВП; у Бразилії, Грузії, Перу, Росії – на 12–13; у Туреччині – на 18 % ВВП. За 9 місяців 2020 р. у цілому по таких країнах приріст боргового фінансування нефінансових корпорацій був еквівалентний 11 % ВВП. Водночас в Україні за аналогічний період банківські кредити та зовнішні позики підприємств сумарно зросли лише на 3,6 % ВВП.

Ситуація в нашій державі ускладнюється відсутністю таких альтернативних джерел залучення коштів для розвитку бізнесу, як фондовий ринок чи ринок приватних облігацій.

Зазначене зумовлює потребу в перегляді пріоритетів діяльності монетарного регулятора на користь цілі забезпечення виконання фінансовим сектором своєї базової, природної функції – фінансового посередництва.

Ризики посилення нерівності. Це одна з основних проблем, здатних генерувати нестабільність економічного розвитку. Саме тому останніми роками представники міжнародних організацій приділяють їй особливу увагу, формулюючи рекомендації країнам світу щодо національних стратегій розвитку [17].

Тривале застосування жорстких параметрів монетарного режиму ІТ призводить до перерозподілу доходів від одержувачів заробітних плат (бідніших громадян) до отримувачів доходів від володіння фінансовими активами (заможніших громадян), чим провокується посилення нерівності. Така ситуація є дуже небажаною в кризові періоди, коли зростає соціальна й політична напруженість.

Істотна нерівність у доходах провокує неефективність ринків, оскільки “надмірні” доходи заможних громадян виключаються з ефективного економічного обороту, концентруючись у сферах володіння фінансовими активами та нерухомістю. Зменшення глибини й диверсифікованості ринків, у свою чергу, перешкоджає ефективній дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, оскільки імпульси монетарної політики не знаходять відображення в поведінці суб'єктів ринків.

Як наслідок, постає потреба в підвищенні гнучкості монетарного режиму ІТ задля запобігання ризиковому нарощуванню нерівності та забезпечення інклюзивного економічного зростання.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Еволюція поглядів на роль політики центрального банку під впливом кризи COVID-19 характеризується зміщенням її акцентів на питання підтримки економічного

зростання, ефективного виконання фінансовим сектором посередницьких функцій, посилення інклюзивності політики центрального банку, забезпечення стабільності та ліквідності фінансових ринків.

Інфляція поступово втрачає свою значимість як єдиний і безальтернативний цільовий показник діяльності центробанків. Це спричинено сучасними викликами та необхідністю розбудови більш інклюзивного суспільства, а також підтверджується емпіричними даними країн, котрі досягли економічного успіху.

Україні (як країні з несформованими ринками, домінуванням немонетарних чинників інфляції, високою імпортозалежністю, проблемним трансмісійним механізмом монетарної політики) особливо важливо дотримуватися гнучкого режиму інфляційного таргетування, що уможливорює тимчасове відхилення інфляції від цілі, а отже, поживавлення економічного зростання в періоди сильного пригнічення попиту та структурних криз.

Окрім того, варто зважати на те, що в періоди, коли інфляція досягає значення, меншого від нижньої межі цільового діапазону, в економіці виникає рестрикційний ефект (відбувається надмірне вилучення доходів на користь фінансових посередників), котрий у майбутньому для забезпечення умов стабільного зростання має бути компенсований адекватним циклом м'якшої монетарної політики.

Координація монетарної й бюджетної політики в період кризи та посткризового відновлення повинна здійснюватися з акцентом на забезпеченні дієвої трансмісії ключової ставки на ринках державних облігацій і створенні сприятливих монетарних можливостей для реалізації державою програм антикризової фінансової підтримки економіки. Це дасть змогу мінімізувати ризики відхилення показників економічної активності й зайнятості від їх рівноважних значень, розширюючи економічну спроможність країни.

Для підвищення ефективності функціонування інституту фінансового посередництва доцільно запровадити інструменти цільового інвестиційного рефінансування банківських кредитів. Цей тренд модифікації політики центрального банку набуває дедалі більшої популярності у світовій практиці та дає можливість розширити спрямування банківських ресурсів у реальні проекти, які створюють додаткові робочі місця і збільшують економічний потенціал.

Підвищення облікової ставки НБУ у відповідь на прискорення інфляції, що спостерігається на початку 2021 р., вбачається непродуктивним рішенням з огляду на збереження вкрай пригніченого внутрішнього попиту в умовах ринкової нерозвиненості економіки та малої ефективності трансмісійних механізмів монетарної політики. Немонетарне прискорення інфляції, як правило, має тимчасовий характер і вичерпується після ефекту мультиплікації від зростання вартості витрат за вузького й пригніченого попиту та стабільного обмінного курсу. Натомість жорстка корекція немонетарної інфляції монетарними методами призводить до зменшення доступності позичкових ресурсів і посиленого витрачання економічними суб'єктами їхніх

заощаджень, що має наслідком гальмування процесу економічного відновлення.

Політика НБУ має враховувати немонетарний тиск на рівень інфляції в Україні та здійснюватися згідно з принципами гнучкого інфляційного таргетування, визначеного Основними засадами грошово-кредитної політики [18], яке передбачає можливість виходу траєкторії інфляції за межі цільового діапазону без відповідної реакції з боку облікової ставки Нацбанку.

Для якісного посилення ролі НБУ в економічних процесах та зміцнення довіри до його політики доцільно створити постійно діючу платформу для обговорення монетарної політики із залученням представників різних категорій стейкхолдерів. Втілення такої ініціативи відповідатиме найкращим міжнародним практикам відкритості діяльності центральних банків, сприятиме виробленню збалансованих рішень у інтересах усього суспільства та допоможе більш системно реагувати на виклики у зв'язку з кризою.

Список використаних джерел

1. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>.
2. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*. 2010. February 12. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.
3. Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи. *Економіка України*. 2009. № 2. С. 5–23.
4. Єфименко Т. Розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України. *Економіка України*. 2017. № 12. С. 13–33.
5. Kandil E. Demand-Side Stabilization Policies: What is the Evidence of their Potential? *IMF Working Paper*. 2000. No. 197. URL: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451860009.001>.
6. Кораблін С. О. Монетарна безпека: окремі визначення та оцінки. *Фінанси України*. 2021. № 1. С. 7–45. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.01.007>.
7. Петрик О. І., Дейсан І. М. Інфляція та інфляційні очікування в умовах суттєвих невизначеностей. *Вісник Університету банківської справи*. 2018. № 3. С. 17–24. URL: [https://doi.org/10.18371/2221-755x3\(33\)2018164209](https://doi.org/10.18371/2221-755x3(33)2018164209).
8. Sargent T., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. 1981. Vol. 5, No. 3. URL: <https://doi.org/10.21034/qv.531>.
9. Тернер Е. Між боргом і дияволом. Гроші, кредит та реформування глобальних фінансів. Київ : Апріорі, 2020. 416 с.
10. Хайек Ф. Цены и производство. Челябинск : Социум, 2008. 199 с.
11. Стігліц Дж. Ціна нерівності. Київ : Темпора, 2017. 584 с.
12. Данилишин Б., Степанюк Є. Необхідні кроки для розвитку економіки та банківського сектору України в період коронакризи та після її завершення. *Економіка України*. 2021. № 1. С. 40–53. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.01.040>.
13. Stiglitz J. The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*. 2008. May. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>.
14. O'Neill J. It's Time to Target Nominal GDP. *Project Syndicate*. 2020. May 5. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05>.

15. Методика розрахунку базового індексу споживчих цін : затв. наказом Державної служби статистики України від 30.12.2016 № 263. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/2016/263/263_2016.htm.

16. Інфляційний звіт / Національний банк України. 2021. Січень. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2021-roku>.

17. За рамками урвня доходів и середних показателів сегодняшнього дня: неравенство в человеческом развитии в XXI веке : Доклад о человеческом развитии 2019 / ООН. 2019. URL: http://www.hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2019_ru.pdf.

18. Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схв. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2021-mt.pdf?v=4.

References

1. International Monetary Fund. (2021, April). *World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>.

2. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., & Mauro, P. (2010, February 12). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.

3. Heyets, V. (2009). Macroeconomic assessment of monetary and exchange rate policy of Ukraine before and during the financial crisis. *Economy of Ukraine*, 2, 5–23 [in Ukrainian].

4. Iefymenko, T. (2017). Development of institutional foundations for interaction between fiscal and monetary policies of Ukraine. *Economy of Ukraine*, 12, 13–33 [in Ukrainian].

5. Kandil, E. (2000). Demand-Side Stabilization Policies: What is the Evidence of their Potential? *IMF Working Paper*, 197. DOI: 10.5089/9781451860009.001.

6. Korablin, S. (2021). Monetary security: some definitions and assessments. *Finance of Ukraine*, 1, 7–45. DOI: 10.33763/finukr2021.01.007 [in Ukrainian].

7. Petryk, A., & Deisan, I. (2018). Inflation and inflation expectations in conditions of satellite independence. *The Banking University Bulletin*, 3, 17–24. DOI: 10.18371/2221-755x3(33)2018164209 [in Ukrainian].

8. Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (3). DOI: 10.21034/qv.531.

9. Turner, E. (2020). *Between debt and the devil. Money, credit and global finance reform*. Kyiv: Apriori [in Ukrainian].

10. Hayek, F. (2008). *Prices and production*. Chelyabinsk: Society [in Russian].

11. Stiglitz, J. (2017). *The Price of Nervousness*. Kyiv: Tempora [in Ukrainian].

12. Danylyshyn, B., & Stepaniuk, Ye. (2021). Necessary steps for the development of ukraine's economy and banking sector during and after the coronavirus crisis. *Economy of Ukraine*, 1, 40–53. DOI: 10.15407/economyukr.2021.01.040 [in Ukrainian].

13. Stiglitz, J. (2008, May). The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>.

14. O'Neill, J. (2020, May 5). It's Time to Target Nominal GDP. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05>.

15. State Statistics Service of Ukraine. (2016). *Methodology for the development of the basic index of living prices* (Order No. 263, December 30). Retrieved from http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/2016/263/263_2016.htm [in Ukrainian].

16. National Bank of Ukraine. (2021, January). *Inflation report*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2021-roku>.

17. UN. (2019). *Beyond income, beyond averages, beyond today: Inequalities in human development in the 21st century* (Human Development Report 2019). Retrieved from http://www.hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2019_ru.pdf [in Russian].

18. Council of the National Bank of Ukraine. (2020). *Basic principles of monetary policy for 2021 and the medium term* (Decision, September 10). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2021-mt.pdf?v=4 [in Ukrainian].