

**Сергій Арбузов**

Голова Національного банку України.  
Згідно з Указом Президента України  
від 24 грудня 2012 року № 727 / 2012  
призначений Першим віце-прем'єр-міністром України

**Олена Щербакова**

Директор Генерального департаменту  
грошово-кредитної політики,  
член Правління Національного банку України



## Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік: нотатки на полях

*Основні засади грошово-кредитної політики – це головний документ, яким керується в своїй діяльності Національний банк України (далі – Національний банк) при виконанні основної конституційної функції – забезпечення стабільності грошової одиниці України. Він містить вичерпну інформацію стосовно конкретизації визначених законодавством цілей та завдань грошово-кредитної політики, а також основні напрями та шляхи їх досягнення – як у відповідному році, так і в середньостроковому періоді. Попри те, що Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік (далі – Основні засади) є цілком самодостатнім документом, суть якого зрозуміла навіть без додаткових пояснень, офіційний формат усе ж накладає на нього певні обмеження. Зокрема, поза межами офіційних документів, як правило, залишаються мотиви та обґрунтування ухвалення тих чи інших рішень і норм. Саме тому ми вирішили детальніше зупинитися на деяких істотних моментах Основних засад. Упевнені, що докладні роз'яснення не лише суті політики, а й її внутрішньої логіки сприятимуть посиленню прозорості й, відповідно, кращому розумінню дій Національного банку. В результаті зростатиме довіра суспільства до грошово-кредитної політики, без чого неможливо забезпечити стабільність гривні.*

### ЦІЛІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА КРИТЕРІЇ ЇХ ДОСЯГНЕННЯ

**В**ласне, цілі грошово-кредитної політики досить чітко визначено в Конституції України та Законі України “Про Національний банк України” (далі – Закон про Національний банк). Так, у статті 99 Конституції України сказано, що основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Стаття 6 Закону про Національний банк конкретизує, що при виконанні своєї основної функ-

ції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Цілком логічно, що зазначені норми дублюються в Основних засадах.

Утім, законодавчі визначення цілей грошово-кредитної політики, попри їх достатню повноту і чіткість, не містять вичерпного врегулювання всіх нюансів у даній царині. Адже закон має окреслювати лише основні рамки правовідносин у тій або іншій сфері. З огляду на це, так само, як Закон про Національний банк конкретизує норми Конституції України, Основні засади в питаннях визначен-

ня цілей грошово-кредитної політики деталізують та доповнюють закон.

У цьому контексті насамперед пропонуємо уважніше придивитися до показника, яким в Основних засадах вимірюється цінова стабільність. Адже тут приховано цікаві нововведення. Вони на перший погляд нібито і не дуже помітні, навіть для “озброєного” ока. Однак за уважнішого розгляду стає зрозумілим, що масштаб завдань центрального банку в царині підтримання цінової стабільності з 2013 року суттєво розширився. І таке розширення, як побачимо нижче, – на користь гаманця кожного українця.

Як відомо, відповідно до Закону про Національний банк (стаття 1) темпи інфляції в контексті характеристики цінової стабільності мають вимірюватися індексом споживчих цін. Водночас закон не конкретизує, яким методом має бути обрахований цей індекс. На сьогодні Державна служба статистики України щомісяця публікує індекс споживчих цін у чотирьох варіаціях – у розрахунку до попереднього місяця, до відповідного періоду попереднього року, до грудня попереднього року та до відповідного місяця попереднього року (або, як ще його називають, – у річному вимірі). Власне, останній показник і визначається в Основних засадах як критерій оцінки досягнення головної цілі грошово-кредитної політики. Але чому саме він?

Згідно зі статтею 24 Закону про Національний банк при розробці Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України. Основні прогнозні макроекономічні показники економічного та соціального розвитку на 2013 рік, які затверджені постановою уряду від 28.11.2012 р. № 1125, містять прогноз лише індексу споживчих цін у розрахунку грудень до грудня попереднього року. Втім, цей показник ідентичний показникові індексу споживчих цін у річному вимірі за підсумками грудня. Отже, з юридичного погляду все правильно. А як щодо економічних міркувань?

З точки зору забезпечення виконання показника інфляції у розрахунку грудень до грудня попереднього року не має значення, коли саме відбудеться основне підвищення цін – на початку року, в його середині чи наприкінці. В цьому разі порівнюються лише ціни у грудні поточного року з їх рівнем у грудні попереднього року. Однак цей момент має принципове значення для громадян. Адже якщо основне підвищення цін відбудеться на початку року, то споживач увесь рік вимушений буде купувати товари та послуги за вищими цінами.

А як пересічний споживач подивиться на умовну ситуацію, коли в одному році основне підвищення цін відбулося у грудні, а в наступному – у січні? Суто теоретично це не є перепорою для забезпечення дотримання в обох роках інфляційних орієнтирів у розрахунку грудень до грудня попереднього року. Однак на практиці споживач у такому разі зазнає певного цінового шоку впро-

довж двох місяців поспіль.

Аби убезпечитися від подібних негативних моментів, Рада Національного банку в Основних засадах як критерій цінової стабільності обрала показник індексу споживчих цін у річному вимірі. Цим свідомо розширено законодавчо визначене поле відповідальності центрального банку в даній галузі. Відтепер у полі уваги Національного банку буде зміна цін не за календарний, а за плинний рік. Це, відповідно, зменшуватиме ризики суттєвих цінових коливань у межах року.

Щоб така політика не сприймалася як порожні слова та мала більшу підтримку, Основні засади передбачають підвищення вимог до прозорості та підзвітності Національного банку перед суспільством стосовно досягнення цілей грошово-кредитної політики. Зокрема, якщо відхилення величини приросту індексу споживчих цін у річному вимірі від установлених цільових орієнтирів спостерігатиметься упродовж шести місяців поспіль, то Національний банк має розмістити на сторінках свого Офіційного інтернет-представництва пояснення щодо причин такого відхилення та поінформувати суспільство про заходи, які вживаються для приведення індексу споживчих цін у відповідність до визначених цільових параметрів.

Така форма підзвітності центрального банку досить позитивно зарекомендувала себе в діяльності багатьох центральних банків інших країн, зокрема – Банку Англії. Звичайно, Національний банк і до цього достатньо повно та регулярно висвітлював відповідні питання в своїх аналітичних документах. Утім, такі документи далеко не всі читають – хоча б через їх великий обсяг. Натомість стисле конкретне офіційне пояснення щодо причин відхилення від заданого інфляційного тренду та подальших дій, яке в разі необхідності з'являтиметься досить оперативно, впевнені, приверне увагу значно більшої частини населення.

У тій же Великобританії таке пояснення робиться у формі відкритого листа голови Банку Англії міністрові фінансів. І хоча цей лист, за великим рахунком, не містить надто глибокого аналізу ситуації, він має значний позитивний вплив на очікування населення та збереження його довіри до політики. Як відомо, більшу частину 2012 року рівень інфляції у Великобританії був більшим від цільового орієнтира. Однак

не в останню чергу завдяки згаданим листам населення досить спокійно реагувало на такі події.

Сподіваємося, така форма звітування перед суспільством матиме позитивний ефект і в Україні. Адже наша економіка, що цілком природно, також не застрахована від тих або інших цінових шоків. Більше того, можливість виникнення короткострокових шоків передбачена навіть на законодавчому рівні. Стаття 1 Закону про Національний банк розглядає цінову стабільність (яка є головним пріоритетом діяльності НБУ) в контексті підтримання низьких, стабільних темпів інфляції в середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років).

Відповідно до цього Основними засадами допускається певне тимчасове відхилення величини приросту індексу споживчих цін у річному вимірі від установлених цільових орієнтирів. Утім, це не означає, що в короткостроковому періоді з цінами може відбуватися будь-що. Навпаки, в Основних засадах чітко визначаються умови, за яких цінові коливання вважатимуться припустимими.

По-перше, це об'єктивний характер чинників, які їх зумовлюють. До них можуть бути віднесені або значні зовнішні шоки, або чинники, пов'язані з продовженням здійснення економічних та соціальних реформ у державі, а саме – структурні зрушення в економіці, приведення окремих цін і тарифів у відповідність до економічно обґрунтованих рівнів тощо. По-друге, і це головне, такі відхилення не повинні впливати на досягнення визначених інфляційних орієнтирів у середньостроковому періоді.

Умовно кажучи, якщо у 2013 році уряд вирішить підвищити тарифи на газ, це, звичайно, зумовить виникнення додаткового інфляційного тиску. Однак очевидно, що такий тиск матиме тимчасовий характер. А в довгостроковій перспективі такий крок, навпаки, дасть змогу зміцнити засади забезпечення цінової стабільності завдяки поліпшенню роботи енергетичного сектору та нівелюванню за рахунок цього наявних макроекономічних дисбалансів.

Кілька слів про інші цілі грошово-кредитної політики. Їх зміст та ієрархія чітко визначені в статті 6 Закону про Національний банк, а тому Основні засади в цьому контексті не містять жодних сенсацій. Однак цікава новація є і в цій царині. Так, раніше в Основних засадах жодним чином не

визначалося, на підставі яких критеріїв здійснюватиметься оцінка успішності роботи Національного банку за відповідними напрямками. Це й не дивно, адже сприяння стабільності банківської системи та підтримка економічної політики уряду лише частково стосуються прямої сфери регулювання грошово-кредитної політики.

Враховуючи це, в Основних засадах наголосили, що успішність роботи Національного банку за наведеними напрямками визначатиметься в комплексі з результативністю заходів економічної та фінансової політики уряду на основі критеріїв, що містяться у відповідних прогностичних і програмних документах економічного та соціального розвитку.

### МОНЕТАРНИЙ РЕЖИМ

**М**ети можна досягати різними шляхами. Коли йдеться про середньостроковий вимір цілей, то важливою складовою їх успішного досягнення є вдалий вибір стратегії дій. Стосовно грошово-кредитної сфери стратегія дій знаходить вияв в обраному монетарному режимі.

Основні засади визначають, що реалізація грошово-кредитної політики в 2013 та подальших роках здійснюватиметься з використанням основних елементів монетарного режиму, що базується на цінній стабільності. У тексті Основних засад досить детально перераховано найважливіші принципи цього монетарного режиму, запровадження якого стало можливим завдяки відповідній підготовчій роботі. Зокрема, впродовж 2010–2012 рр. у рамках реалізації Програми економічних реформ на 2010–2014 рр. “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” Національним банком та урядом реалізовувався спільний план щодо переходу до цього монетарного режиму.

Чітке визначення монетарного режиму та його основних характеристик можна, без сумніву, вважати однією з головних родзинок Основних засад. Наразі поставлено жирну крапку в десятирічній дискусії, яка точилася довкола того, запроваджувати чи ні в Україні інфляційне таргетування. Варто нагадати, що вперше теза щодо необхідності переходу до інфляційного таргетування була відображена ще в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік. У наступні роки здійснювалася робота з формування необхідних пе-

редумов для цього. Головна з них — правове визначення примату інфляційної цілі над усіма іншими — була імплементована в законодавство в 2010 році шляхом внесення змін до Закону про Національний банк.

Утім, у підсумку в Україні так і не склалися передумови для переходу до класичної форми інфляційного таргетування. Режим, що базується на цінній стабільності, має багато спільних рис з інфляційним таргетуванням, водночас містить і суттєві відмінності. Ми усвідомлюємо, що він повною мірою не підпадає під стандартні параметри жодного монетарного режиму з переліку тих, які наводяться в економічних підручниках та довідниках міжнародних організацій. У той же час ми впевнені, що саме такі засади найкраще відповідають поточному рівню розвитку економічних та фінансових відносин у нашій країні.

До речі, режим інфляційного таргетування в класичному вигляді насправді застосовує не так уже й багато країн. При цьому далеко не завжди їхній досвід є позитивним — у багатьох країнах, які його застосували, кризові прояви були відчутнішими порівняно із середніми показниками у групі країн з аналогічним рівнем розвитку (наприклад, Ісландія, Угорщина, Сербія). Натомість є ціла низка країн, котрі (як і Україна), застосовуючи режими, дуже подібні до інфляційного таргетування, називають їх по-іншому. До них можна віднести країни Єврозони, Швейцарію та певною мірою США.

Спільною рисою монетарних режимів згаданих країн (у тому числі України) та класичного інфляційного таргетування є те, що головною метою грошово-кредитної політики визначається утримання на певному рівні показника інфляції. Утім, інфляційне таргетування — це не лише пріоритет інфляційної мети. Невід’ємною складовою цього монетарного режиму в класичному вигляді є також чітко визначені операційні аспекти і процедури проведення грошово-кредитної політики, які базуються на відповідному рівні розвитку економічних відносин та фінансових ринків у країні. Останнє є дуже суттєвим чинником, оскільки грошово-кредитна сфера — вторинна відносно реального виробництва і лише опосередковує рух товарів та послуг в економіці. З огляду на це, монетарний режим повинен відповідати тим економічним відносинам, які мають місце в реальному секторі та фінансовій сфері на певно-

му етапі розвитку. Інакше запровадження класичної форми інфляційного таргетування, як-то кажуть, поставить воза попереду коня.

Здійснюючи проєкцію вищезначеного на вітчизняні реалії, почнемо з того, що інфляційне таргетування передбачає цілковиту відповідальність центрального банку за цінну стабільність. Але це можливо лише за умови значно глибшого рівня лібералізації ціноутворення, коли монетарні чинники в динаміці інфляції дійсно є визначальними. В нашій країні, як відомо, значний вплив на динаміку інфляції мають адміністративні чинники. А тому уряд, разом із Національним банком, несе свою частку відповідальності за стабільність гривні. Це знаходить відображення і в чинному законодавстві. Зокрема, в статті 20 Закону “Про Кабінет Міністрів України” визначено, що серед іншого Кабінет Міністрів має сприяти стабільності грошової одиниці України. Саме з огляду на це в Основних засадах значну увагу приділено питанням забезпечення належної координації та співпраці Національного банку з урядом.

Загальновідомо також і те, що при інфляційному таргетуванні основним інструментом регулювання грошово-кредитного ринку є відсоткова ставка. Національним банком останнім часом чимало зроблено для посилення дієвості процентної політики. Однак жодні дії на рівні компетенції центрального банку не матимуть значного ефекту, доки в країні не запрацює на повну потужність фондовий ринок. Без цього не функціонуватиме належним чином механізм монетарної трансмісії, через який передаються імпульси від зміни ключової ставки центрального банку до рівня, на якому суб’єкти економіки приймають рішення щодо споживання та заощадження. Саме з огляду на це Національний банк упродовж останніх років бере активну участь у роботі з розвитку фондового ринку. Продовження даної роботи передбачене й Основними засадами.

Нарешті, про питання режиму обмінного курсу. Інфляційне таргетування передбачає абсолютну або близьку до абсолютної гнучкість обмінного курсу. Україна поки що не може дозволити собі таку розкіш. Ураховуючи те, що динаміка обмінного курсу гривні відчутно впливає на показники інфляції та якість балансів банків (в умовах значного рівня доларизації їх активів і

зобов'язань), Основні засади передбачають вжиття заходів щодо уникнення суттєвих курсових коливань.

Таким чином, монетарний режим, який застосовуватиметься Національним банком, враховуватиме як передову світову практику реалізації грошово-кредитної політики, так і специфічні особливості вітчизняної економіки та стан розвитку її внутрішнього фінансового ринку.

## ОПЕРАЦІЙНІ ОРІЄНТИРИ

Центральні банки не можуть безпосередньо впливати на рівень цін. Вони це роблять шляхом регулювання обсягу грошової пропозиції. Індикаторами відповідності обсягу грошової пропозиції встановленим інфляційним орієнтирам, як правило, виступають показники, що перебувають під безпосереднім контролем центрального банку. Це можуть бути кількісні монетарні показники, відсоткові ставки або обмінний курс.

Монетарні режими, що базуються на пріоритеті цінової стабільності, зазвичай передбачають провідну роль саме процентних ставок як головних інструментів та операційних орієнтирів грошово-кредитної політики. Таке ж прагнення, власне, задекларовано і в Основних засадах. Утім, як зазначалося вище, в українських реаліях процентна політика поки що не може бути достатньо дієвою. А тому процес посилення ролі процентної політики відбуватиметься поступово, у міру розвитку фінансової системи та ефективнішої роботи трансмісійних механізмів.

Також не слід забувати, що Україна активно співпрацює з Міжнародним валютним фондом у рамках програми “Стенд-бай”. Її стандартні умови (які однакові для всіх країн-реципієнтів коштів МВФ) передбачають використання кількісних монетарних показників як критеріїв ефективності.

Нарешті, не можна оминати увагою і той факт, що процентні важелі впливу останнім часом дещо втратили свої позиції в багатьох, насамперед — розвинутих, країнах світу. Там ключові ставки центральних банків давно сягнули мінімальних рівнів, коли подальше їх зменшення практично неможливе. За таких умов для подальшого пом'якшення монетарної політики (що необхідно для стимулювання економічної активності) виникає потреба використовувати інші інструменти впливу, серед яких

найбільшого поширення набули методи кількісного пом'якшення (тобто програми випуску в обіг додаткового обсягу коштів через ті або інші канали).

Навіть з урахуванням об'єктивного характеру такого стану речей виникає питання, наскільки доцільно вважати головним операційним інструментом та/або орієнтиром грошово-кредитної політики той показник, який за певних обставин може виявитися непридатним для використання. Для України це питання поки що не на часі, однак Національний банк із особливою зацікавленістю вивчатиме передовий досвід у цій царині для можливого врахування в майбутньому.

На даному ж етапі в Основних засадах зазначається, що у період до набуття інструментами процентної політики належного ступеня дієвості провідна роль у процесі грошово-кредитного регулювання відводиться кількісним показникам обсягу грошової пропозиції. Які саме показники грошової пропозиції мають ся на увазі? Як ми вже зазначали, операційні орієнтири повинні перебувати під безпосереднім контролем з боку центрального банку. Тому в Основних засадах у ролі такого орієнтира визначено монетарну базу. Відповідно, в документі наводяться і прогностичні індикатори її приросту. Утім, не забуто і те, що Україна прагне продовжити співробітництво з МВФ у рамках програми “Стенд-бай”. А тому в Основних засадах зазначено, що як операційні орієнтири грошово-кредитної політики також розглядатимуться монетарні критерії ефективності й індикативні цілі, передбачені програмою “Стенд-бай”, зі змінами, котрі встановлюватимуться під час здійснення її переглядів.

Одразу зазначимо, що, на відміну від Основних засад (де прогностичні індикатори монетарної бази встановлені на річній основі), критерії ефективності й індикативні цілі програм МВФ визначають на шоквартальній основі. Крім того, стандартні умови програми “Стенд-бай” (які, нагадаємо, однакові для всіх країн-реципієнтів МВФ) передбачають використання у ролі критеріїв ефективності й індикативних цілей три монетарні показники: чисті міжнародні резерви, чисті внутрішні активи та монетарну базу. Чисті міжнародні резерви завжди мають статус критерію ефективності програми (тобто інди-

катора, обов'язкового для виконання за будь-яких умов). Ще одним критерієм ефективності є один із двох інших монетарних показників — або чисті внутрішні активи, або монетарна база. Залежно від того, який із цих двох показників обрано як критерій ефективності (наприклад, у рамках останньої програми співробітництва України та МВФ “Стенд-бай” таким є чисті внутрішні активи), другий набуває статусу індикативної цілі (тобто індикатора, який бажано досягти, однак за певних умов припускається його недотримання).

А як же обмінний курс? Нагадаємо, що починаючи з Основних засад грошово-кредитної політики на 2008 рік (зі змінами) індикатори можливої динаміки обмінного курсу в цьому документі не визначалися. Утім, це не заважало багатьом експертам та пересічним громадянам вважати, що Національний банк ставить собі за мету утримувати обмінний курс у певних межах.

Для того, аби остаточно розставити усі крапки над “і”, в Основних засадах прямим текстом наголошено на відсутності зобов'язань Національного банку щодо утримання на певному рівні або в певних межах обмінного курсу гривні відносно іноземних валют. Водночас, ураховуючи, що динаміка обмінного курсу гривні має неабиякий вплив на показники інфляції та якість балансів банків (в умовах значного рівня доларизації їх активів і зобов'язань), планується вживати заходів щодо уникнення його суттєвих коливань.

Іншими словами, Національний банк втручатиметься в регулювання обмінного курсу лише в тих межах, які необхідні для забезпечення цінової стабільності, забезпечення від погіршення якості балансів банків та уникнення макроекономічних дисбалансів. Однак інструменти грошово-кредитної політики жодним чином не використовуватимуться з метою хеджування валютних ризиків тих, хто не довіряє національній грошовій одиниці.

Зазначене цілком гармоніє з головною ідеєю, яка закладалася в Основні засади при їх розробці. Вона полягає в тому, що цінувати необхідно насамперед гривню. Лише довіра та повага до нашої власної грошової одиниці створить передумови для економічного піднесення країни в цілому та підвищення добробуту кожного її громадянина.