

УДК 336.1



*Олександр Дзюблюк, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор*

## СТРАТЕГІЧНІ ОРІЄНТИРИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

*Розглядаються основні аспекти впливу фінансової глобалізації на національну економіку з позиції можливостей регулювання економічних процесів. Аналізуються проблеми, пов'язані з вибором стратегічних цілей монетарної політики, а також переваги і недоліки різних режимів таргетування. Аналізуються особливості і наслідки запровадження режиму інфляційного таргетування в Україні. Обґрунтовано необхідність забезпечення курсової стабільності як головного пріоритету монетарної політики в умовах внутрішньої нестабільності на ринку, високого рівня відкритості національної економіки та потреби протистояти зовнішнім ризикам.*

**Ключові слова:** *фінансова глобалізація, монетарна політика, валютний курс, інфляція, інфляційне таргетування, фінансова криза.*

Фінансова глобалізація є однією з ключових характеристик сучасного світового економічного розвитку. Нині вона охоплює майже всі сфери життєдіяльності людини, а її вплив стає дедалі відчутнішим. Процес, котрий досі не мав аналогів у світовій економічній історії, сьогодні має своїм наслідком сформовані глобальні фінансові ринки. Водночас ці ринки не є стабільними за своєю природою, а на них періодично виникають кризи, які найбільше впливають на стан економіки країн, що розвиваються. Цьому сприяють такі чинники: зростання відкритості національних економік як щодо транскордонного руху товарів, факторів виробництва, так і фінансових потоків; лібералізація транскордонного переміщення капіталу; стрімке зростання фінансових ринків, випереджальний розвиток фінансової сфери порівняно з реальним сектором світової економіки тощо.

Важливим є також і те, що глобалізація призводить до зменшення можливості національних держав впливати на стан власних фінансових ринків. Таким чином розмиваються основні економічні функції націо-

нальної держави, що призводить до загострення протистояння національних економічних інститутів і глобального економічного середовища. За таких обставин ускладнення архітектури глобального фінансового ринку призводить до зростання його нестабільності, а відтак підвищення ймовірності настання глобальних фінансових криз. Тому з метою ефективного управління цими процесами та мінімізації їх негативного впливу на динаміку економічного розвитку необхідним є формування цілісної стратегії монетарної політики як найбільш дієвого інструменту державного впливу на перебіг економічних процесів. Адже одним із наслідків фінансової глобалізації стало зменшення можливостей національної держави контролювати економічні й фінансові операції. І саме інструменти монетарної політики за умови обрання правильних її стратегічних орієнтирів здатні виявити дієвий вплив на національне господарство в умовах його інтегрованості у світову економіку.

Водночас глобалізаційні процеси, що відбуваються протягом останніх декількох десятиліть у світовій економіці, призвели і до суттєвих зрушень у механізмі реалізації монетарної політики на національному рівні. Фактори, що викликали ці зрушення:

- зростання відкритості та взаємозалежності національних економік;
- відмова від фіксованих обмінних курсів, що існували в рамках Бреттон-Вудської валютної системи;
- зменшення валютних обмежень на міжнародне переміщення капіталів і кредитів;
- міжнародна експансія транснаціональних банків та інших фінансових інституцій;
- поява новітніх фінансових інструментів управління грошовими ресурсами і ризиками;
- підвищення ролі міжнародних фінансових організацій у формуванні та регулюванні глобального фінансового устрою.

Усе це спричинило масштабні переміщення коштів у світовому господарстві, обумовлюючи значну залежність грошових систем і фінансових ринків окремих країн від світогосподарських процесів. Природно, що така ситуація не могла не позначитися і на обранні орієнтирів монетарної політики на національному рівні. Адже фінансова глобалізація має як певні позитивні, так і негативні моменти (табл. 1).

**Таблиця 1. Позитивні та негативні наслідки фінансової глобалізації**

Позитивні наслідки	Негативні наслідки
1. Підвищення ефективності національних фінансових ринків шляхом їх інтеграції у світовий ринок	1. Значне посилення ринкової волатильності
2. Збільшення багатофункціональності фінансового ринку	2. Прискорення процесу поширення дестабілізації з одного сектору фінансового ринку на інші
3. Зростання рівня свободи підприємництва і збільшення обсягу інвестицій	3. Інтенсифікація руху міжнародного спекулятивного капіталу з його негативним впливом на стан платіжного балансу окремих країн

## Закінчення табл. 1

Позитивні наслідки	Негативні наслідки
4. Обмеження інфляційного тиску і здешевлення ресурсів під впливом міжнародної конкуренції	4. Дестабілізація фінансових і товарних ринків при високій спекулятивній активності

І нарівні з такими позитивними рисами, як підвищення ефективності національних фінансових ринків завдяки інтеграційним процесам, а також обмеження інфляції під впливом міжнародної конкуренції, зазначимо, що не менш вагомими є негативні наслідки, пов'язані із посиленням волатильності ринку, активізацією спекулятивних процесів, дестабілізацією фінансових ринків і її перенесенням на реальний сектор економіки.

Наведені моменти викликають кризові явища у світовій економіці, які автоматично шляхом “ефекту зараження” поширюються на національні господарства. Підтвердженням цього є наслідки нещодавньої світової фінансово-економічної кризи 2008—2010 рр., які не минули безслідно для національного господарства і банківської системи нашої країни.

Водночас міжнародні механізми запобігання і протидії кризам сьогодні практично відсутні. Із цього випливає, що головний тягар боротьби з кризовими явищами в умовах глобалізації покладається, передусім, на національну владу. А з огляду на поширюваність кризових процесів передусім через фінансові ринки і банківський сектор, головним способом протидії глобальним ризикам стає ефективна монетарна політика, що здійснюється саме на національному рівні.

За таких обставин обрання правильної стратегії монетарної політики є найважливішим чинником забезпечення фінансової стабільності та економічного розвитку нашої країни. Вибір цієї стратегії має ґрунтуватися на виборі таких пріоритетів серед усіх цілей монетарної політики центрального банку, які б найбільше відповідали на ті виклики сьогодення, котрі зумовлені як глобальними тенденціями світового економічного розвитку, так і внутрішніми проблемами функціонування національного господарства.

Як відомо, вибір стратегічних цілей монетарної політики тісно пов'язаний із досягненням кінцевих цілей державної економічної політики загалом, таких як підтримання стійкого економічного зростання, високої зайнятості, низьких темпів інфляції і рівноваги платіжного балансу. При цьому зазначимо, що у більшості розвинутих країн зберігається загальне формулювання наведених стратегічних цілей, хоча і з певними національними особливостями. Так, у США кінцевою метою монетарної політики є сприяння підтриманню максимальної зайнятості, цінової стабільності та помірних процентних ставок; у Канаді — це стимулювання економічного розвитку і підвищення рівня життя населення через збереження низької і прогнозованої інфляції, а в країнах Єврозоюзу — цінова стабільність, а також підтримка високого рівня зайнятості і стійкого, неінфляційного економічного зростання.

Разом з тим, наголосимо, що реалізація стратегічних цілей монетарної політики супроводжується двома проблемами.

Перша, головна, проблема полягає у тому, що одночасне досягнення зазначених цілей неможливе через їх внутрішню суперечність. З одного боку, стимулювання економічного зростання і збільшення зайнятості, що досягається шляхом зниження процентних ставок і розширення кредитування, супроводжується прискоренням інфляційних процесів. З іншого боку, боротьба з інфляцією, що виражається в обмеженні кредитної експансії банків і скороченні грошової пропозиції, веде до підвищення процентних ставок, зменшення інвестиційної активності й охолодження економіки. Вирішення цієї проблеми полягає у достатній гнучкості центрального банку при формулюванні кінцевих цілей монетарної політики, що визначається потребами розвитку економіки у конкретний період.

У сучасних умовах центральні банки усе частіше обирають кінцевою метою монетарної політики цінову стабільність. Однак такий вибір є вдалим для етапів стабільного економічного розвитку, коли національне господарство не зазнає сильних внутрішніх і зовнішніх шоків. Тоді центральний банк справді може сконцентруватися на протидії інфляції, сприяючи тим самим підтриманню належної господарської активності, навіть не зважаючи на підвищення рівня безробіття і обмеження темпів економічного зростання.

Однак в умовах світової фінансово-економічної кризи ситуація різко змінилася, і зусилля центральних банків щодо підтримання цінової стабільності втратили свою ефективність. Тому діяльність монетарної влади розвинутих країн була значно переорієнтована. У цей період було взято курс на стимулювання економічного зростання і боротьбу з безробіттям шляхом реалізації монетарної політики експансіоністського спрямування шляхом нарощування центральними банками цих країн власних активів і величини балансів, що було проведено передусім завдяки прямим закупівлям державних цінних паперів, тобто, по суті, для збільшення кількості грошей в обігу й утримування процентних ставок на низькому рівні. Так, наприклад, активи Федеральної резервної системи США зросли із 870 млрд дол. у 2007 р. до майже 4,5 трлн дол. у 2014 р. Показовою у цьому сенсі стала, наприклад, зміна у цільових пріоритетах грошово-кредитної політики ФРС США, яка все більше орієнтується на конкретні показники безробіття. Йдеться про ті антикризові заходи керівництва Федеральної резервної системи, які стосувалися недоцільності підвищення базової процентної ставки (із 0—0,25 %) аж доки рівень безробіття не досягне певної запланованої величини (6,5 %). Тобто спостерігаємо зміну стратегічних пріоритетів у політиці головного центрального банку світу. Аналогічні дії спостерігаються і в діяльності інших центральних банків розвинутих країн.

Друга головна проблема полягає у тому, що центральний банк не може наявними у нього інструментами грошово-кредитного регулювання безпосередньо впливати на стратегічні цілі монетарної політики. Вирішення цієї проблеми передбачає необхідність опосередковування їх певними тактичними цілями, котрі становлять доступні для центрального банку завдання, виконання яких є засобом реалізації цілей державної економічної політики. Основними проміжними цілями монетарної політики є зміна таких параметрів: грошова маса в обігу; рівень процентних ставок на ринку; валютний курс (рис. 1).

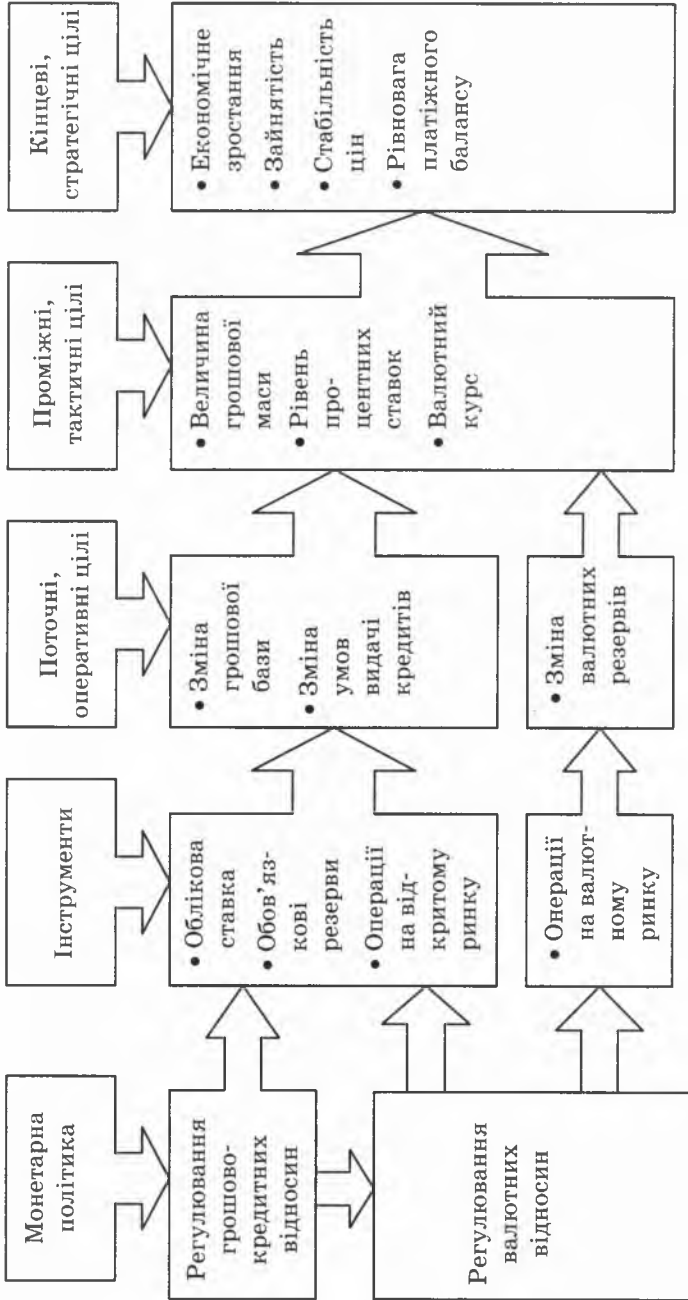


Рис. 1. Класифікація основних цілей монетарної політики

Саме проміжні цілі зазвичай оголошуються центральним банком як відповідні режими монетарної політики, як конкретні напрями його діяльності щодо регулювання економіки. Це робиться для того, щоб інформувати всіх учасників ринку та орієнтувати їх на прийняття адекватних господарських рішень. В Україні, наприклад, такі цілі формулюються Національним банком у затверджуваному щорічно Радою НБУ документі, що має назву “Основні засади грошово-кредитної політики”. При цьому для досягнення тактичних цілей центральний банк може впливати своїми інструментами на такі параметри, як грошова база, умови видачі кредитів та валютні резерви, що визначає їх як поточні, оперативні цілі монетарної політики.

Для досягнення вказаних цілей у центрального банку є операційні можливості з використання основних своїх інструментів (проводити операції на відкритому ринку, збільшувати або зменшувати норму мінімальних обов’язкових резервів, змінювати облікову ставку процента, проводити операції на міжбанківському валютному ринку). Отже, змінюючи грошову базу, центральний банк змінює кількість грошей в обігу. Визначаючи умови кредитування комерційних банків, він впливає на їхні процентні ставки. А оперуючи золотовалютними резервами, центральний банк змінює обмінний курс.

І тут постає важливе питання, яке впливає з ієрархії цілей монетарної політики: яку її стратегію у вигляді відповідного режиму таргетування потрібно обрати? Таргетування (від англ. *target* — мета) — це утримання динаміки певного макроекономічного показника на проголошеному рівні протягом визначеного проміжку часу. Таким показником є один із трьох: грошова маса, інфляція або валютний курс. Відповідно до цього розрізняють три режими таргетування:

1) монетарне таргетування, спрямоване на підтримання певного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші;

2) інфляційне таргетування, тобто обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики;

3) валютне таргетування, яке передбачає підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти.

При розгляді наведених режимів таргетування цілком природно виникає питання, який із них є найбільш придатним із позицій вирішення стратегічних завдань монетарної політики, особливо в умовах тих ризиків і загроз національним економікам, які передбачає фінансова глобалізація. Адже кожен із них має як свої переваги, так і недоліки (табл. 2).

**Таблиця 2. Переваги і недоліки різних режимів таргетування**

Переваги	Недоліки
<b>Монетарне таргетування</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Високий рівень координації монетарної і макроекономічної політики</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Невизначеність майбутньої динаміки цін</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• можливість швидкого реагування центральним банком</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• недостатня інформативність для суспільства з позиції динаміки грошових агрегатів</li> </ul>

## Закінчення табл. 2

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>• передбачуваність і прозорість дій центрального банку</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• неможливість контролю грошової маси за високої частки готівки</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• автономія грошово-кредитної політики</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• недовіра у разі значних коливань попиту на гроші</li> </ul>
<b>Інфляційне таргетування</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Забезпечення гнучкої валютно-курсової політики</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• довіра населення до політики центрального банку</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• послаблення гнучкості монетарної політики</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• створення умов для збалансованого розвитку всіх секторів і галузей економіки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• обмеження можливостей стимулювання економічного зростання і зниження безробіття</li> </ul>
<b>Валютне таргетування</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Високий рівень інформативності для суспільства (валютний курс як “номінальний якір”, за яким легко спостерігати)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• низькі інфляційні очікування</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• можливість притоку короткострокового спекулятивного капіталу</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• довіра суб’єктів господарювання до макроекономічних показників</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ризики дестабілізації фінансової системи внаслідок світових валютних криз</li> </ul>

Аналіз режимів таргетування в різних країнах свідчить про те, що у більшості розвинутих країн переважає інфляційне таргетування. Країни з високою інфляцією та нерозвинутим фінансовим сектором надають перевагу монетарному таргетуванню. А країни з високим рівнем відкритості національної економіки, де експорт-імпорт та рух капіталу визначають стан внутрішнього ринку, використовують саме валютне таргетування.

В Україні режим монетарного таргетування як стратегію монетарної політики було відкинуто одразу, але чомусь виходячи із практики центральних банків розвинутих країн було заявлено про перехід до режиму інфляційного, а не валютного таргетування. Так, в “Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік”, схвалених Радою НБУ 11 вересня 2014 р., зазначається: “Стратегія грошово-кредитної політики в середньостроковій перспективі базуватиметься на застосуванні режиму інфляційного таргетування”. При цьому реалізація цього режиму ґрунтуватиметься, на думку керівництва Національного банку, на дотриманні низки принципів, основними серед яких є безумовна пріоритетність цілі цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей грошово-кредитної політики, а також використання режиму гнучкого обмінного курсу (табл. 3).

**Таблиця 3. Основні принципи реалізації режиму інфляційного таргетування Національним банком України\***

№ з/п	Принципи
1	<p><b>Безумовна пріоритетність цілі щодо цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань грошово-кредитної політики.</b> Відповідно до законодавства як критерій оцінки досягнення головної цілі грошово-кредитної політики використовуватиметься показник індексу споживчих цін у річному вимірі. Одночасно з метою здійснення всебічного аналізу інфляційної ситуації також відстежуватиметься динаміка інших цінових індексів</p>
2	<p><b>Тактична гнучкість та орієнтація на досягнення середньострокових цілей.</b> Підставами для коригування грошово-кредитної політики розглядатимуться насамперед чинники, які містять потенціал для зміни середньострокових інфляційних трендів. Натомість допускатиметься тимчасове відхилення показників приросту індексу споживчих цін у річному вимірі від установлених цільових орієнтирів, якщо такі відхилення будуть результатом структурних зрушень в економіці, приведення окремих цін і тарифів у відповідність до економічно обґрунтованих рівнів, впливу значних внутрішніх та зовнішніх чинників тощо</p>
3	<p><b>Використання режиму гнучкого обмінного курсу, який передбачає визначення вартості гривні до іноземних валют на основі співвідношення ринкового попиту та пропозиції.</b> Використання режиму гнучкого обмінного курсу, який передбачає визначення вартості гривні до іноземних валют на основі співвідношення ринкового попиту та пропозиції. Водночас, ураховуючи те, що динаміка обмінного курсу гривні має значний вплив на показники інфляції та якість балансів банків, показники динаміки обмінного курсу гривні та реального ефективного обмінного курсу розглядатимуться як важливі індикатори під час прийняття регулівних рішень</p>
4	<p><b>Перспективний характер прийняття рішень.</b> Потреба у вжитті монетарних регулівних заходів визначатиметься насамперед на підставі інфляційного прогнозу. Також братимуться до уваги прогнозні оцінки розвитку реального сектору економіки, платіжного балансу та грошово-кредитного ринку, які здійснюватимуться на підставі аналізу широкого спектра макроекономічних, бюджетних і монетарних показників, їх взаємозв'язку та впливу на стабільність гривні</p>
5	<p><b>Прозорість діяльності Національного банку.</b> Детальне пояснення мотивів і дій Національного банку у сфері регулювання грошово-кредитного ринку надаватиметься як одразу після прийняття відповідних рішень (прес-релізи, відеозвернення, брифінги тощо), так і в узагальненому вигляді — в офіційних аналітичних та прогнозних документах Національного банку, які регулярно публікуватимуться на сторінках офіційного інтернет-представництва Національного банку</p>

\* Джерело: Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік : схвалені рішенням Ради Національного банку України від 11.09.2014 № 28.

Однак проблема вибору адекватного режиму таргетування як стратегії монетарної політики не така проста, як видається на перший погляд, і практика грошово-кредитного регулювання інших країн не може бути автоматично перенесена на вітчизняний ґрунт. Справа у тому, що на



практиці труднощі правильного вибору визначаються впливом таких основних факторів:

— по-перше, неможливо заздалегідь оцінити ефективність певного режиму монетарної політики, бо його вплив на економіку і грошову сферу виявляється із проходженням певного (іноді досить тривалого) періоду часу;

— по-друге, ефективність режиму монетарної політики залежить від внутрішніх економічних умов, рівня розвитку товарних і фінансових ринків, структури національної економіки, а відтак результати застосування одного і того ж режиму (наприклад інфляційного таргетування) будуть дуже відрізнятися у різних країнах;

— по-третє, в умовах розгортання фінансової кризи деякі інструменти монетарної політики можуть виявитись менш ефективними, ніж це передбачається у грошовій теорії, оскільки багато важливих ринкових інститутів або ще недостатньо розвинені, або втрачають свою дієвість (як, наприклад, процентна ставка у розвинутих країнах);

— по-четверте, в умовах кризових явищ дія монетарних інструментів може бути спотворена внаслідок досить великих масштабів бюджетного дефіциту, зовнішнього боргу або простроченої кредитної заборгованості;

— по-п'яте, дії органів грошово-кредитного регулювання під час кризових явищ можуть бути обумовлені політичними і соціальними причинами, які практично неможливо врахувати в аналізі;

— по-шосте, у вітчизняних умовах може викликати сумніви незалежність центрального банку, проявом чого є, зокрема, непрозорий механізм рефінансування окремих комерційних банків під час фінансової кризи, наслідком чого стало спрямування значних сум коштів на валютний ринок і його дестабілізація;

— по-сьоме, сучасний період економічного розвитку України усе ще пов'язаний із незавершеними структурними змінами національного господарства, а відтак говорити про однорідність впливу інструментів монетарної політики на реальний сектор економіки поки що не доводиться.

Однак попри декларований перехід до режиму інфляційного таргетування на перспективу, він уже фактично відбувся в Україні. Але, на жаль, не шляхом регулювання інфляційних процесів, які у 2014 р. почали вже виходити з-під контролю (табл. 4), і у березні 2015 р. становили 45,8 % у річному вимірі, а шляхом відмови з боку центрального банку підтримувати стабільний валютний курс.

Таблиця 4. Динаміка інфляційних процесів в Україні у 2014 році\*, % до грудня попереднього року

Індекс	Сі- чень	Лю- тий	Бере- зень	Кві- тень	Тра- вень	Чер- вень	Ли- пень	Сер- пень	Вересень	Жов- тень	Лис- топад	Гру- день
ІСЦ	0,2	0,8	3,0	6,4	10,5	11,6	12,0	12,9	16,2	19,0	21,2	24,9
цін ви- робни- ків про- мисло- вої про- дукції	0,5	0,2	2,9	9,2	13,9	18,0	21,2	24,4	27,4	26,5	31,8	31,8

\* Джерело: Бюлетень НБУ. — 2015. — № 3. — С. 47.

Однак цілком зрозуміло, що така динаміка інфляції ніяк не може співвідноситися із проголошеною Національним банком в “Основних за-садах грошово-кредитної політики на 2014 рік” метою “досягти та утри-мувати показник індексу споживчих цін у межах 3—5 % на рік”. Та на-віть тоді, коли Національному банку вдавалося у післякризовий період досягти антиінфляційного ефекту за результатами проведення обмежу-вальної грошово-кредитної політики, це ще зовсім не означає перехід до режиму інфляційного таргетування.

В умовах кризових явищ в економіці неможливо використовувати ті чи інші правила монетарної політики як з огляду на умови застосування відповідних режимів таргетування, так і певні статистичні закономір-ності. Це пов’язано зі швидкою зміною трендів у динаміці тих економіч-них параметрів, які використовуються для розробки стратегії монетар-ної політики. За таких обставин потрібно визнати неефективним такий тип монетарної політики, яка ґрунтується на таргетуванні якого-небудь одного монетарного показника, зокрема темпів інфляції без урахування впливу її немонетарних факторів. На наш погляд, таргетування інфляції має розглядатися лише як один із засобів її зниження, а не як самоціль грошово-кредитної політики.

Адже зважаючи на високий ступінь відкритості економіки України, що виявляється у перевищенні обсягів експортно-імпорتنих операцій величини ВВП, вона є надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків, а від-так в умовах фінансової глобалізації внутрішні умови економічного роз-витку, включаючи інфляційні процеси, зазнають безпосереднього впли-ву динаміки грошово-товарних потоків у зовнішньоекономічній сфері (табл. 5).

**Таблиця 5. Частка експортно-імпорتنих операцій і зовнішньоторго-вого обороту у ВВП України\***

Рік	Експорт товарів і послуг		Імпорт товарів і послуг		Зовнішньоторго-вий оборот, у % до ВВП
	млн дол. США	у % до ВВП	млн дол. США	у % до ВВП	
2010	69 255	49,0	73 239	51,8	100,8
2011	88 844	52,5	99 001	58,5	111,0
2012	90 035	49,3	104 361	57,2	99,1
2013	85 482	45,4	101 076	53,7	125,5
2014**	53 430	52,6	56 756	55,9	108,5

\* Джерело: *Бюлетень НБУ*. — 2015. — № 3. — С. 48.

\*\* Дані за 9 місяців.

А відтак питанням стабільності обмінного курсу національної валюти має приділятися пріоритетна увага з огляду на негативні наслідки девальвації і дестабілізації валютного ринку, починаючи ще з 2008 р., що поставило під загрозу стабільність усієї банківської системи країни та національної економіки в цілому (табл. 6).

Як видно з наведених у табл. 6 даних, чим більшою є величина девальвації національної валюти, тим більшими є обсяги втрат офіційних золотовалютних резервів, а також обсяги рефінансування банків, що і

Таблиця 6. Динаміка обмінного курсу і функціонування банківського сектору\*

Показник	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Офіційний обмінний курс гривні до долара США, грн за 100 дол. США	505,00	770,00	798,5	796,17	798,98	799,30	799,30	1 576,86
Величина девальвації, %	0,00	-52,47	-3,70	0,29	-0,35	-0,04	0,00	-97,28
Офіційні золотовалютні резерви, млн дол. США	32 479	31 543	26 505	34 576	31 795	24 546	20 416	7 533
Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, млн дол. США	-5 272	-12 763	-1 732	-3 018	-10 245	-14 315	-16 478	-5 273
Загальний обсяг кредитів рефінансування, млрд грн	2,5	169,5	64,4	5,2	28,8	97,6	71,5	222,0
Кредити, надані комерційними банками, млн грн	485 368	792 244	747 348	755 030	825 320	815 327	911 402	1 006 358
Частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів, %	1,3	2,3	9,4	11,2	9,6	8,9	7,7	13,5
Кількість банків, у яких припинено здійснення окремих банківських операцій	9	7	7	2	11	5	6	19
Кількість банків, у яких відкликано ліцензії	2	1	8	9	4	4	4	19

\* Джерело: Бюлетень НБУ. — 2015. — № 3. — С. 79, 171.

спричиняє дестабілізацію валютного ринку. Крім того, якщо дефіцит поточного рахунку платіжного балансу і скоротився у 2014 р. до 5,3 млрд дол. США, або 4 % від ВВП (порівняно із 16,5 млрд дол. США, або 8,6 % від ВВП у 2013 р.), та водночас обсяги експорту товарів скоротилися на 15 % до 55,3 млрд дол. США, незважаючи на майже стовідсоткову девальвацію національної валюти. Одночасно має місце істотне зменшення участі центрального банку на міжбанківському валютному ринку, яка у 2013 р. становила всього 0,9 %, тоді як у 2012 р. — 3,1 %. Але наголосимо, що зменшення участі НБУ в операціях на валютному ринку призвели лише до посилення спекулятивних атак на курс гривні, а кошти, надані Національним банком через механізми рефінансування для підтримання ліквідності комерційних банків, могли спрямовуватися частково на придбання іноземної валюти, ще більше посилюючи девальвацію гривні. Як наслідок, виконання вимог МВФ із переходу до режиму гнучкого курсоутворення стало підставою для фактичного самоусунення центрального банку з валютного ринку країни як головної передумови переходу до режиму інфляційного таргетування.

Однак на практиці перехід до такого режиму має враховувати особливості економічного розвитку тієї чи іншої країни з тим, щоб зміни умов і стратегічних орієнтирів монетарного регулювання господарських процесів не чинили б різко негативного впливу на ключові параметри функціонування національного господарства. Цілком очевидно, що такий перехід навряд чи можна було б робити саме за теперішніх обставин, позаяк його запровадження вимагає досягнення певних, цілком конкретних макроекономічних умов, а саме:

- збалансованих доходів і витрат бюджету (за даними Міністерства фінансів України, фактичний дефіцит державного бюджету України в 2014 р. становив 78 052,8 млн грн);

- досягнення стійких темпів економічного зростання (падіння рівня ВВП України становило 6,8 % у 2014 р.);

- високого рівня стійкості банківської системи (за даними Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, на березень 2015 р. 33 банки перебувають у стані ліквідації, у 15 запроваджено тимчасову адміністрацію; відплив депозитів з банківської системи України становив у 2014 р. 126 млрд грн, у січні—лютому 2015 р. відплив депозитів становив уже 18 млрд грн; у 2014 р. сумарні збитки комерційних банків були 52,9 млрд, а тільки за січень — березень 2015 р. — вже 80,9 млрд грн);

- порівняно низьких темпів інфляції (у 2014 р. інфляція в Україні становила 24,9 % порівняно із 0,5 % у 2013 р., а у березні 2015 р. річний показник інфляції в Україні становив уже 45,8 %);

- незначної частки зовнішньоторговельного обороту у структурі ВВП (в Україні 108,5 % від ВВП (див. дані табл. 5));

- високого ступеня незалежності центрального банку для проведення самостійної грошово-кредитної політики (станом на 1 квітня 2015 р. у власності Національного банку України перебувало ОВДП на загальну суму 343,4 млрд грн).

Чи можна з упевненістю твердити про дотримання зазначених вимог у вітчизняних умовах економічного розвитку? Статистичні дані свідчать про протилежне. А за таких обставин запровадження ринкового курсоутворення перетворюється, по суті, на неконтрольоване падіння курсу на-

ціональної валюти, що підігривається панікою серед суб'єктів ринку і спекулятивними атаками на гривню. Цілком очевидно, що односторонні операції з продажу іноземної валюти Національним банком України призводять лише до зменшення міжнародних резервів без будь-яких гарантій щодо наявності стійких тенденцій зі стабілізації обмінного курсу національної валюти (табл. 7).

Суттєвою проблемою є непрозорість і невизначеність таких операцій для суб'єктів валютного ринку, які не розуміють подальших намірів центрального банку, а відтак, не можуть сформувати позитивні очікування щодо динаміки обмінного курсу гривні у перспективі.

Зрозуміло, що надмірна девальвація національної валюти може мати вкрай негативні наслідки для динаміки економічного розвитку, що обумовлено дією таких чинників:

1) заздалегідь невідомо, до якого прийняттого рівня може бути знижено обмінний курс національної валюти, що виключає нормальні умови планування господарської діяльності;

2) надмірна девальвація зазвичай дуже ускладнює повернення зовнішніх боргів, і державі доводиться витратити істотну частину золотовалютних резервів на допомогу позичальникам, тоді як доцільність різкої девальвації мотивується саме бажанням їх заощадити;

3) значна девальвація національної валюти неминуче призводить до зростання цін на імпортні товари і загального прискорення інфляції, що власне і спостерігається в Україні в останній період;

4) розширення можливостей для конкуренції з імпортними товарами завдяки девальвації не спрацьовує внаслідок падіння світових цін на товари, що експортуються Україною, а також скорочення промислового потенціалу на сході держави;

5) обмежуються стимули для іноземних інвестицій, а також прискорюється зростання цін на імпортоване обладнання, що не сприяє модернізації виробництва;

6) саме по собі зростання курсу долара щодо гривні зайвий раз стає для учасників ринку підтвердженням наміру центрального банку йти на девальвацію, що лише слугує додатковим стимулом збільшення попиту на іноземну валюту.

За таких обставин стабільність національної валюти потрібно розглядати як необхідне і першочергове завдання Національного банку України у процесі реалізації монетарної політики.

Зазначимо, що саме необґрунтована реалізація центральним банком стратегії переходу на гнучкий обмінний курс призвела не до його рівномірних коливань на валютному ринку, а до різкого падіння. І потрібно визнати, що певною мірою це було спричинене і діями самого Національного банку. Так, на міжбанківському валютному ринку в липні 2014 р. сформувався невеликий надлишок пропозиції валюти, що було об'єктивною підставою для ревальвації гривні, яка могла зміцнитись до позначки в 11,5 грн/дол. А це у свою чергу стимулювало б власників валюти (передусім експортерів) продавати її. Але цього не відбулося, оскільки НБУ вийшов на ринок із купівлею, а не продажем валюти. В результаті було придбано близько 80 млн дол. (за деякими оцінками обсяги купівлі становили до 300 млн дол.), що завдало дуже серйозної шкоди стабільності ринку. Придбання валюти НБУ стало сигналом для інших осіб теж ску-

О. Дзюблук. Стратегічні орієнтири монетарної політики в умовах фінансової глобалізації

Таблиця 7. Динаміка обсягу офіційних золотовалютних резервів України, млн дол. США\*

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. Резерви в іноземній валюті	18 987	21 843	31 783	30 792	25 493	33 319	30 391	22 647	18 760	6 618
2. Резервна позиція в МВФ	0,004	0,004	0,010	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
3. СПЗ	1	1	3	9	64	8	18	9	16	4
4. Золото	403	513	693	743	948	1249	1385	1890	1640	911
5. Офіційні резервні активи, всього	19 391	22 358	32 479	31 543	26 505	34 576	31 795	24 546	20 416	7 533

\* Джерело: Бюлетень НБУ. — 2015. — № 3. — С. 79.

повувати валюту, і, як результат, почався процес девальвації гривні. Тієї самої помилки НБУ припускався і в березні 2014 р., коли придбання ним валюти обсягом близько 50 млн дол. спричинило зростання курсу з 9 до 11 грн/дол.

Отже, замість того, щоб дати курсу гривні зміцнитися і показати, що долар може і дешевшати, Національний банк показав нижню межу курсу, прибравши з ринку надлишкову валюту. Оскільки ж верхня межа зростання курсу не була позначена, і як тільки зріс попит, то за законами ринку одразу утворився дефіцит валюти, внаслідок чого курс почав різко зростати. Після цього НБУ спробував вийти на міжбанківський валютний ринок із валютною інтервенцією і тим самим на короткий час зупинив процес девальвації. Але, як тільки Національний банк знову зменшував свою присутність на валютному ринку, процес девальвації гривні одразу продовжувався. Це якраз доводить, що без дій НБУ подальша девальвація гривні завжди матиме тільки тенденцію до наростання. І крім того, ринкові механізми курсоутворення в Україні не сприяють встановленню рівноважного значення обмінного курсу, позаяк посилені дією спекулятивної складової на міжбанківському валютному ринку, а відтак відмова від певних адміністративних заходів валютного регулювання і валютного контролю є передчасною і такою, що не сприяє досягненню макроекономічної стабілізації в цілому з урахуванням вирішального значення зовнішньоекономічної динаміки для національного господарства.

Тому Національним банком наприкінці 2014 р. із великим запізненням було здійснено спробу доповнити економічні важелі валютного регулювання адміністративними. Серед них, зокрема, такі:

— зменшення максимальної суми продажу готівкової іноземної валюти одній особі в один операційний день до суми, що не перевищує в еквіваленті 3 тис. грн;

— заборона дострокового погашення валютних кредитів, отриманих від нерезидентів як одного зі способів вивезення капіталу за кордон;

— обмеження видачі готівкових коштів у національній валюті через каси та банкомати в межах до 150 тис. грн на добу на одного клієнта;

— встановлення для уповноважених банків ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції банку (Л13-1) не більше 1 % (це означає, що для власних потреб банки могли купувати менше валюти);

— зобов'язання уповноважених банків обмежити видачу готівкових коштів в іноземній валюті з поточних та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати у межах до 15 тис. грн на добу на одного клієнта в еквіваленті за офіційним курсом;

— запровадження видачі готівкових коштів у межах України за електронними платіжними засобами, що емітовані як резидентами, так і нерезидентами, виключно в гривнях;

— встановлення порядку, згідно з яким іноземна валюта, переказана з-за кордону на користь фізичної особи — резидента і нерезидента для виплати готівкою без відкриття рахунку (наприклад, через Western Union, MoneyGram та ін.), виплачується одержувачу виключно в гривнях;

— запровадження вимоги щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті з-за

кордону на користь юридичних осіб у розмірі 100 % надходжень (пізніше 75 %);

— зобов'язання уповноважених банків для здійснення купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів попередньо зараховувати кошти в гривнях на окремий аналітичний рахунок, кошти з якого можуть бути перераховані не раніше третього операційного дня з дня зарахування гривень на цей рахунок.

Однак, потрібно визнати, що сьогодні внаслідок попередніх непродуманих дій центрального банку на валютному ринку паралельно зі складними макроекономічними умовами господарської діяльності погіршилися очікування учасників ринку щодо майбутньої ситуації. Саме тому адміністративні заходи не можуть дати належного ефекту. І навіть попри застосовану 2014 р. практику реалізації валюти Національним банком через валютні аукціони в обсягах, що могли задовольняти потреби клієнтів банків, це не припиняло існування чорного ринку, адже дефіцит валюти буде доти, доки існуватиме можливість отримання додаткових доходів унаслідок її перепродажу. Це закон ринку, і жодними адміністративними заходами його неможливо обійти, а втрата довіри до монетарної політики регулятора не може бути подолана за порівняно короткий період.

Тому вибір того чи іншого режиму таргетування, а відтак конкретної спрямованості монетарного регулювання економіки має ґрунтуватися на сформованих об'єктивних передумовах для реалізації завдань і функцій держави щодо ефективного управління економічними процесами в умовах посилення зовнішніх загроз для національного господарства. Заходи, які мають бути вжиті для оптимізації вибору стратегічних орієнтирів монетарної політики з урахуванням відкритості національної економіки та її залежності від зовнішніх ринків в умовах фінансової глобалізації, можна було б систематизувати так.

I. Насамперед, потрібно відмовитися від передчасного і недостатньо обґрунтованого переходу до інфляційного таргетування як самоцілі монетарної політики ціною втрати курсової стабільності. Лауреат Нобелівської премії з економіки Джозеф Стігліц в одній зі своїх статей висловлює сподівання, що тим країнам, які ще не запровадили режим інфляційного таргетування, вистачить здорового глузду цього не робити. "Мої співчуття нещасним громадянам тих країн, які це роблять", — пише Стігліц.

Основним механізмом досягнення встановленого показника інфляції є вплив на інфляційні очікування суб'єктів господарювання, а головним інструментом такого впливу центрального банку на динаміку цін є короткострокова процентна ставка. Тому успіх режиму інфляційного таргетування визначається здатністю центрального банку переконати суб'єктів господарювання у своїх можливостях запобігати зростанню цін. Однак чи можна цього досягти в Україні в теперішніх умовах? Очевидно, що ні, адже динаміка валютного курсу є одним із найвагоміших чинників прискорення інфляційних процесів. А відмовляючись від валютно-курсової стабільності, центральний банк не може виключно через процентну політику досягти цінової стабільності.

Тому нераціонально автоматично переносити досвід монетарної політики країн із розвинутими фінансовими ринками і дієвими механізмами впливу процентної політики на вітчизняні умови. Та й до того ж можна



нагадати, що країни, які використовують інфляційне таргетування (Австрія, Англія, Канада, Швеція), досягли у 90-ті роки ХХ ст. таких самих результатів у обмеженні зростання цін, що і країни, які не застосовували цю стратегію монетарної політики (США і Японія).

II. Визнати неприпустимим систематичне самоусунення центрального банку з валютного ринку, що спостерігалось у попередній період, оскільки це дає однозначно негативний сигнал учасникам ринку щодо можливої девальвації, а відтак провокує активну гру на ринку проти гривні. На жаль, гнучкий курс гривні у нас асоціюється з його обвалом, тоді як він має передбачати активну роль НБУ щодо впливу на курс шляхом проведення валютних інтервенцій. Саме центральний банк, а не валютні спекулянти, має бути найбільш активним учасником ринку. І сподівання на стихійне саморегулювання внаслідок дії ринкових сил є абсолютно безпідставні, оскільки в умовах дестабілізації економічної ситуації в Україні, бізнес і населення більш схильні скуповувати валюту, а не продавати її. А якщо НБУ своїми діями стимулює девальвацію, то цей процес тільки прискорюється.

III. Потрібно продовжувати практику Національного банку України з реалізації низки обмежувальних заходів адміністративного характеру, спрямованих на зниження попиту на внутрішньому валютному ринку і недопущення спекуляцій. Крім того, визнати неприпустимою практику надходження додаткових грошей в економіку через механізми рефінансування, що в подальшому чинить винятково девальваційний тиск на гривню. Натомість у короткостроковій перспективі задля досягнення швидкого стабілізаційного ефекту грошово-кредитна політика НБУ має набути виразного рестрикційного характеру як вихідний сигнал учасникам ринку щодо бажання регулятора бачити національну валюту дорогою. Напрямами реалізації цього завдання можуть бути не лише підвищення облікової ставки Національного банку (що уже було здійснено), але й тимчасовий контроль за процентними ставками комерційних банків, а також регулятивні заходи щодо обмеження їхньої надлишкової ліквідності.

Відтак обмеження темпів зростання грошової маси може бути одним із факторів стабілізації кон'юнктури внутрішнього валютного ринку, передусім шляхом обмеження сукупного попиту (в тому числі і на імпортні товари). Тоді, ймовірно, вдалося б порівняно швидко досягти забезпечення стабільності рівня обмінного курсу національної валюти.

IV. Національний банк України в процесі реалізації монетарної політики мав би сформулювати чіткі і абсолютно зрозумілі для всіх економічних агентів курсові орієнтири, інакше практично неможливим стає ефективне ведення як внутрішнього бізнесу, так і зовнішньоекономічної діяльності. Адже невизначеність перспектив зміни обмінного курсу гривні буде і надалі виступати фактором високого рівня валютних ризиків для суб'єктів господарювання, а також провокуючим чинником розгортання інфляційних процесів. А це створює умови для підвищеного попиту на іноземну валюту та сприяє відпливу коштів з банківського сектору.

У цій ситуації оптимальним напрямом валютної політики могло б стати формування відповідних курсових орієнтирів не так у вигляді жорсткої фіксації обмінного курсу гривні, як у вигляді валютного коридору,

що обмежував би граничні коливання курсу певними рамками, надаючи водночас сигнал учасникам ринку про цей “номінальний якір” монетарного регулювання центрального банку і його бажання та готовність утримувати стабільність на валютному ринку у визначених межах за будь-яких обставин. При цьому шляхом оптимального поєднання економічних та адміністративних інструментів монетарної політики та у разі чітко проголошених намірів центробанку стабілізація валютного ринку може бути досягнута.

Це означає необхідність поступового відходу від класичної моделі інфляційного таргетування, яка допускає планомірне зниження інфляції тільки за гнучкого обмінного курсу. Натомість потрібно цілеспрямовано досягати внутрішньої цінової стабільності з використанням усього набору інструментів грошово-кредитного регулювання Національного банку щодо впливу на динаміку грошових агрегатів і процентні ставки водночас зі збереженням свободи у виборі режиму курсоутворення, допускаючи можливість за потреби використовувати як кероване плавання, так і фіксацію курсу в межах визначеного коридору коливань. Такий підхід видається набагато реалістичнішим за пануючі нині уявлення про можливість цілеспрямованого зменшення інфляції виключно за гнучких валютних курсів.

V. Розглядаючи заходи, необхідні для макроекономічної стабілізації, зазначимо, що досягнення стабільності обмінного курсу гривні лише за допомогою монетарної політики Національного банку України не може бути забезпечене виключно адміністративно-обмежувальними інструментами валютного регулювання. А відтак життєво необхідним є підтримання їх іншими заходами державної економічної політики, спрямованої на досягнення таких цілей як: а) забезпечення позитивного сальдо платіжного балансу; б) оптимізація фінансової політики в частині здійснення бюджетних витрат і запозичень на внутрішньому і зовнішньому ринках; в) активна реалізація інвестиційної політики, спрямованої на оновлення основних фондів, модернізацію виробництва, запровадження енергозберігаючих технологій; г) проведення структурної політики, пов'язаної зі стимулюванням збільшення частки продукції з високим ступенем переробки у структурі ВВП країни.

Отже, оптимальний вибір стратегічних орієнтирів монетарної політики в умовах фінансової глобалізації має забезпечувати дотримання орієнтирів, спрямованих на досягнення курсової стабільності національної грошової одиниці в якості сигналу від центрального банку для всіх учасників ринку про його готовність обмежувати курсові коливання і тим самим сприяти посткризовому відновленню вітчизняної економіки, що передбачає подальшу реалізацію завдань зі стабілізації функціонування валютного ринку, зниження інфляційного тиску, посилення кредитної підтримки комерційними банками процесів економічного зростання у реальному секторі, а також мінімізацію впливу на економічний розвиток загальносвітових тенденцій і ризиків, пов'язаних із фінансовою глобалізацією.

#### *Список використаних джерел:*

1. Дзюблук О.В. Валютна політика : підручник / О.В. Дзюблук. — К. : Знання, 2007. — 422 с.

2. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие / С.Р. Моисеев. — М. : Экономистъ, 2005. — 652 с.
3. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В.С. Стельмаха. — К. : Центр наук. досліджень НБУ, 2009. — 404 с.
4. Нові підходи Національного банку України до проведення монетарної і валютної політики // Вісник НБУ. — 2015. — № 3. — С. 9—12.
5. *Сакс Дж.Д.* Макроэкономика. Глобальный подход : пер. с англ. / Дж.Д. Сакс, Ф.Б. Ларен. — М. : Дело, 1996. — 848 с.
6. *Хансен Э.* Денежная теория и финансовая политика : пер. с англ. / Э. Хансен. — М. : Дело, 2006. — 312 с.
7. Центральний банк і грошово-кредитна політика: підручник / за ред. А.М. Мороза, М.Ф. Пуховкіної. — К. : КНЕУ, 2005. — 556 с.
8. *Шахнович Р.М.* Денежная политика стран Центральной и Восточной Европы: поиск оптимального режима / Р.М. Шахнович // Финансы и кредит. — 2010. — № 41. — С. 55—63.

Надійшла до редакції 23.04.2015

**Olexandr Dzyublyuk.** *Strategic Guidelines of Monetary Policy in the Conditions of Financial Globalization*

*The basic aspects of influence of financial globalization on a national economy from the view of possibilities of regulation of economic processes are examined. Problems, related to the choice of strategic aims of monetary policy, and also advantages and lacks of the different modes of targeting, are analysed. Features and consequences of introduction of the mode of inflation targeting in Ukraine are analysed. It was grounded the necessity of providing of exchange rate stability as main priority of monetary policy in the conditions of internal instability at the market, high level of openness of national economy and necessity to resist external risks.*

**Александр Дзюблюк.** *Стратегические ориентиры монетарной политики в условиях финансовой глобализации*

*Рассматриваются основные аспекты влияния финансовой глобализации на национальную экономику с точки зрения возможностей регулирования экономических процессов. Анализируются проблемы, связанные с выбором стратегических целей монетарной политики, а также достоинства и недостатки разных режимов таргетирования. Анализируются особенности и последствия внедрения режима инфляционного таргетирования в Украине. Обоснована необходимость обеспечения курсовой стабильности как главного приоритета монетарной политики в условиях внутренней нестабильности на рынке, высокого уровня открытости национальной экономики и необходимости противостоять внешним рискам.*