

УДК 330.831.84:336.74 (477)

Михайлюк Р.

РЕАЛІЗАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

Розглянуто особливості реалізації грошово-кредитної політики Національним банком України в контексті посилення впливу таких факторів глобалізації, як розширення глобальної ліквідності, приплив капіталів у країни з ринками, що розвиваються, а також підвищення доларизації. Визначено основні заходи реформування монетарної політики центрального банку і базові передумови щодо забезпечення ефективності режиму таргетування інфляції.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, центральний банк, глобалізаційні процеси, доларизація, валютний курс, таргетування інфляції.

Монетарна політика чинить вирішальний вплив на забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності національної валюти, попиту на гроші з боку суб'єктів господарювання, на підтримку прискорених темпів економічного зростання, а також вона покликана забезпечувати надійність банківських установ, дієвість платіжно-розрахункового механізму, що значною мірою визначає ефективність функціонування всієї економіки держави у цілому.

Забезпечення стабільного розвитку й фінансової стійкості банківського сектору країни значною мірою обумовлене ефективністю та цілеспрямованістю здійснення з боку Національного банку України грошово-кредитної політики, а також послідовністю і доцільністю застосування тих чи інших інструментів грошово-кредитного регулювання.

Зазначимо, що протягом останніх двадцяти років у більшості країн, що розвиваються, спостерігаються системні банківські кризи та проблеми забезпечення фінансової стійкості банківських установ. Окрім основних причин, що призвели до зниження рівня фінансової стійкості банківських систем, а саме виникнення проблем із ліквідністю, різке погіршення якості активів, його викликала й несприятлива макроекономічна ситуація країн, і, як зазначив І. Ковзанадзе, «ряд недоліків у проведенні бюджетної, фінансової, а також монетарної політики» [1, 46].

У процесі трансформації грошово-кредитна політика набула принципово іншого за значимістю статусу в системі регулювання макроеконо-

мічних процесів, що безпосередньо відобразилося в реформуванні центрального банку та модернізації його діяльності. При цьому наростання глобалізаційних процесів, кризові явища справили визначальний вплив на її проведення у багатьох країнах світу.

Дослідження теоретичних і практичних аспектів грошово-кредитної політики центрального банку завжди викликало підвищений інтерес серед широкого кола відомих науковців та практиків. Проблематиці питань монетарної політики центрального банку присвячено низку праць вітчизняних науковців, зокрема таких, як Б. Адамик, В. Болдаков, А. Єпіфанов, В. Козюк, І. Лютий, В. Міщенко, А. Мороз, В. Стельмах, О. Чуб [2, 3, 4, 5, 6].

Власне, значимість грошово-кредитної політики в економіці держави, особливості практичного застосування інструментів монетарної політики щодо регулювання грошово-кредитного ринку та посилення впливу глобалізаційних процесів зумовлюють необхідність дослідження у даній статті дієвості грошово-кредитної політики НБУ в контексті впливу на ефективність функціонування економіки у цілому та фінансову стійкість банківської системи зокрема.

Упродовж періоду ринкової трансформації реалізація монетарної політики в Україні зазнає відповідних змін. Суто трансформаційні детермінанти реалізації монетарної політики послаблюються в міру того, як країна еволюціонує на шляху становлення ринкової системи, структурних та інституціональних реформ. Фактори глобалізації починають суттєвіше впливати на монетарну політику країни, коли вона є більш реформованою, навіть незалежно від ступеня відкритості економіки. Саме зростаюча роль глобалізації в реалізації монетарної політики країни та привнесення конфліктів у неї – визначальний елемент того «поворотного пункту», який відображає загальний рівень уведення трансформаційної системи в площину глобальних процесів. Окрім того, це відображення ступеня ринковості системи монетарної політики та достатньо високого рівня зрілості центрального банку.

Вітчизняна економіка продемонструвала вищий ступінь інтеграції з глобальною і ступінь залежності монетарної політики від зовнішніх умов, аніж того очікували. Відсутність рестрикційної монетарної політики в умовах експансії внутрішнього та глобального попиту, розширення глобальної ліквідності та зростання цін на первинні ресурси призводять до різкого перегріву національної економіки, наслідком якого є висока інфляція, доларизація пасивів, надмірні запозичення усіма секторами.

Феномен (розширення) глобальної ліквідності, експансія попиту в глобальній економіці, зростання цін на світових сировинних ринках.

У монетарній політиці України продовжує вирізнятися актуальністю фактор неспроможності мінімізувати інфляцію до прийняттого рівня (рис. 1).

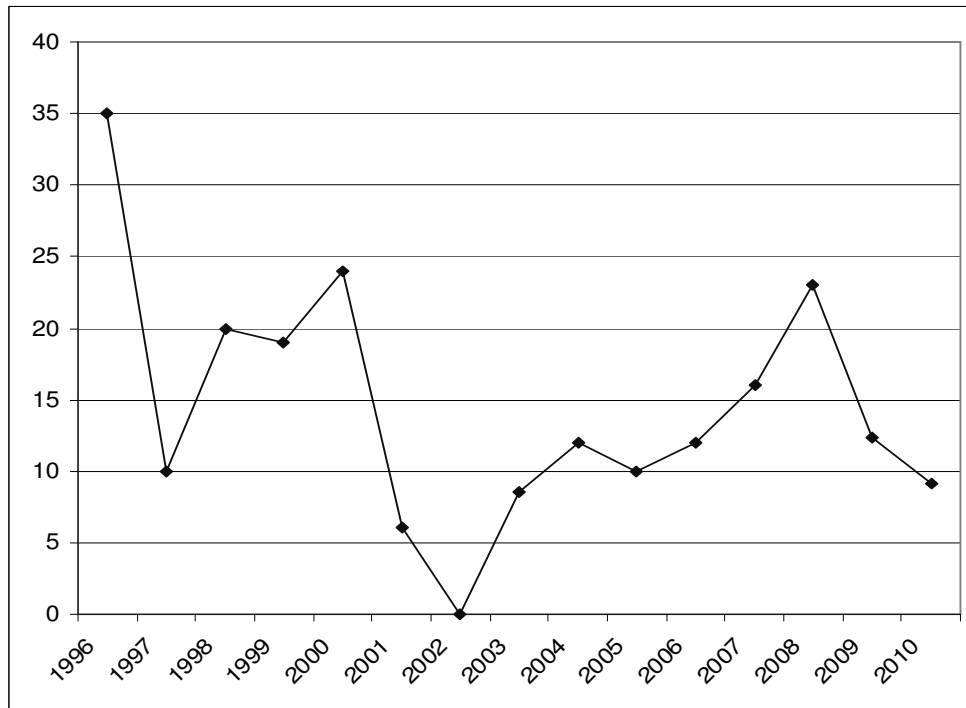


Рис. 1. Інфляція в Україні з моменту запровадження гривні, % [7].

Причину можна вбачати в елементах політичного бізнес-циклу та у відповідній реакції монетарних процесів в Україні на глобальну експансію ліквідності. По-перше, з погляду політичного бізнес-циклу зазначимо, що в умовах політичної нестабільності НБУ не намагався погасити інфляційні очікування, а дотримувався певної інерції. По-друге, наявність сильних інфляційних очікувань засвідчила, що будь-які, навіть незначні, інфляційно-генні фактори посилюються, а рівень інфляції стає дуже важко контролювати незалежно від динаміки ВВП. По-третє, практика фіксованого валютного курсу продемонструвала неспроможність політики контролю за інфляцією, оскільки валютний курс виступав чи не єдиним інструментом реального стимулювання ВВП, тобто НБУ здійснював політику стимулювання «макроекономічної динаміки» замість політики підтримання цінової стабільності.

Варто зазначити, що фіксований курс різко загострив конфлікт між структурними особливостями відкритості економіки України та глобальними процесами у сфері сукупного попиту. Експансія глобального попиту стала базовою причиною різкого зростання цін на практично всіх сировинних ринках. Графік зростання цін на світових сировинних ринках (рис. 1) підтверджує, що динаміка цін на найзначиміші для економіки України сировинні товари, була зростаючою за останні роки, зокрема на сировинний експорт (метали, продукти) і сировинний імпорт (енергетичні ресурси).

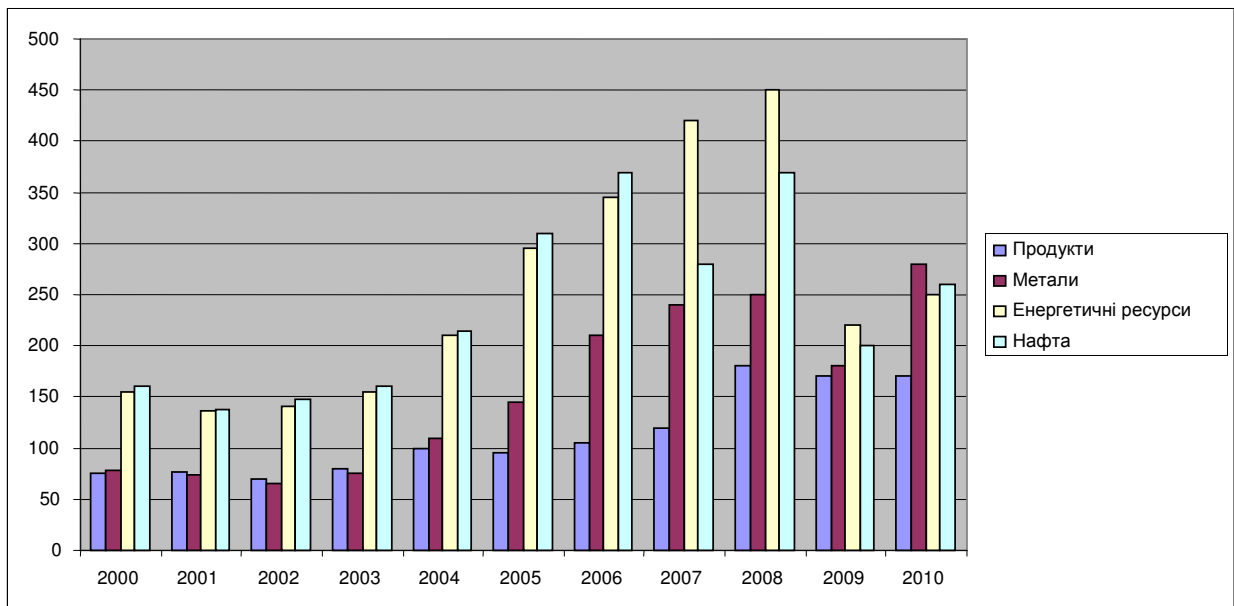


Рис. 2. Зростання цін на світових сировинних ринках [9].

Сировинна структура експорту та імпорту України є підтвердженням актуальності не просто валютного курсу для забезпечення цінової і загальної макроекономічної стабільності, а валютного курсу в контексті динаміки світових цін і глобального попиту.

Із урахуванням достатньо високих рівнів інфляції та інфляційних очікувань не можна сподіватися на послаблення передавального ефекту від зміни курсу на змінення цін. Навпаки, зростаючі імпорتنі ціни на продукти, попит на які нееластичний, закладають базу для прискореного зростання інфляції. Однак найбільша проблема у тому, що зростаючі ціни на метали за стабільного курсу стають потужним чинником внутрішнього сукупного попиту, який через імпорتنий мультиплікатор заохочує подальший попит на дорогі сировинні ресурси, але вже разом з іншими імпортними товарами. Таким чином, підтримання стабільного курсу для збереження цінових переваг вітчизняних експортерів почало істотно впливати на експансію внутрішнього попиту.

Завдяки втіленню монетарної політики фіксованого курсу НБУ фактично забезпечив довготермінову консервацію неефективної структури експорту України і, прикриваючись міркуваннями підтримання економічного зростання, створив потужні бар'єри на шляху структурної перебудови вітчизняної економіки.

Зміна курсових паритетів між провідними світовими валютами також залишилася без реагування з боку НБУ, внаслідок чого будь-яке послаблення долара відразу створювало додаткові можливості у сфері цінових переваг на ринках країн блоку євро і суттєво підвищувало такі переваги на ринках країн блоку долара. Завдяки глобальним курсовим змінам

збереження валютного курсу прив'язаним до долара США стало причиною прискореного «перегрівання» вітчизняної економіки, заохочуючи імпорту інфляції як каналами сировинного імпорту, так і підтримання високої інфляції попиту.

Проблема значного припливу капіталів у країни з ринками, що виникають. Зокрема, саме зі зміною ситуації на глобальних фінансових ринках пов'язується тенденція щодо зрушень у структурі припливу капіталів. Напередодні кризи всі категорії залучення зовнішніх коштів в економіку України (табл. 1) формували потужний тиск у бік експансії міжнародної ліквідності, тим самим посилюючи дію на вартість активів та курс гривні.

Невипадково, якщо динаміка інвестицій (за винятком портфельних протягом 2008–2009 рр.) не була від'ємною, то збільшення припливу портфельних та інших інвестицій засвідчило зростаюче значення зовнішніх факторів експансії ліквідності фінансового ринку України. Закономірним наслідком цього стало зростання зовнішньої заборгованості. Так, згідно з даними НБУ, величина валового зовнішнього боргу країни зросла з 21,6 млрд. дол. США у 2002 р. до 117,3 млрд. дол. США (на кінець 2010 р.) і становить 85,7% від ВВП.

НБУ в даних умовах забезпечував проведення пасивної монетарної експансії у вигляді відсутності застосування до банків обмежувальних заходів, що дало змогу швидко трансформувати зовнішні запозичення у сукупний попит.

Таблиця 1

**Приплив капіталу в економіку України
за даними платіжного балансу, млрд. дол. США [8]**

Показники	Період (роки)							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	09.2010
Прямі іноземні інвестиції	1 411	1 711	7 533	5 737	9 218	9 903	4 654	3587
Портфельні інвестиції	867	2 067	2 757	3 583	5 753	-1 280	-1 559	3026
Інші інвестиції	-2 285	-8 612	-2 460	-5 800	-285	4 684	-7 955	952

Розглядаючи макроекономічний аспект значного припливу капіталів і масштабних запозичень, необхідно звернути особливу увагу на те, що посилення фінансового фактора економічної динаміки невіддільне від політики валютного курсу та зовнішньої кон'юнктури. Логічними є висновки про те, що без підвищення гнучкості валютного курсу та вжиття інших заходів щодо здійснення жорсткішої макроекономічної політики країна опиняється в стані різкого зростання вартості активів та сукупного попиту, що погіршує платіжний баланс.

Доларизація суттєво загострює диспропорції при здійсненні монетарної політики, що стало особливо чітко простежуватися напередодні глобальної фінансової кризи та під час її розгортання. Розвиток процесів доларизації у трансформаційних економіках відображає переважно загальний алгоритм поступового переходу від доларизації активів до доларизації пасивів, що властиво світу в цілому. Так, процеси доларизації активів показали намагання економічних агентів забезпечити зберігання заощаджень, оскільки національні валюти не могли виконати такої місії.

Режим валютного курсу в цілому відіграє значну роль у провокуванні прогресування доларизації пасивів та, що найголовніше, робить зв'язок між зміною валютного курсу й зовнішніми запозиченнями вкрай залежним від стану ліквідності глобальних фінансових ринків. Оцінивши ситуацію за останній період, можна зауважити, що посилення процесу доларизації пасивів стає невід'ємним елементом кредитної експансії; особливо це відбувалося напередодні кризи. Зокрема, спостерігалось майже схематичне збільшення банківського кредитування в іноземній валюті за рахунок зовнішніх банківських запозичень (рис. 3).

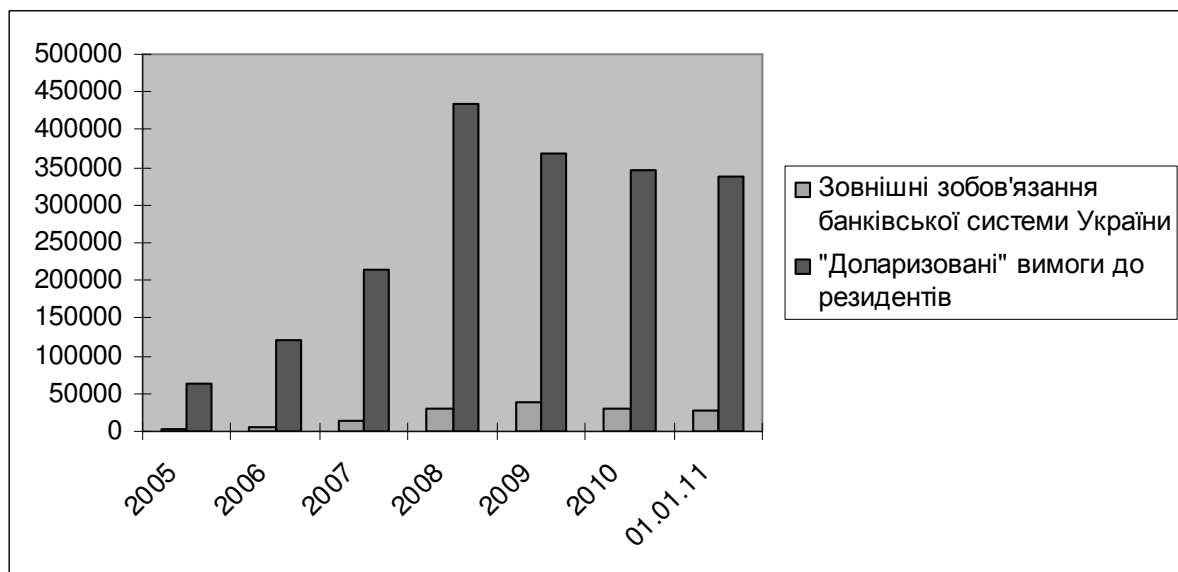


Рис. 3. Динаміка вимог та зобов'язань банківської системи України, млн. грн. [7].

Отже, в міру збільшення зовнішніх запозичень банківської системи формується прямий передавальний канал від доларизації банківських пасивів до доларизації пасивів позичальників. Це означає, що банківська система перестраховується від валютного ризику, а приватні позичальники – фактично ні. Проте банки не застраховані від ризику неповернення доларизованих кредитів. Саме через таку незастрахованість уся макрофінансова система України опинилася в стані надзвичайно високого рівня вразли-

вості до зміни валютного курсу. Девальвація відразу погіршила платоспроможність позичальників, що відповідно похитнуло платоспроможність банків, навіть незважаючи на їх валютну структуру активів і пасивів, яка залишилася порівняно збалансованою.

Завдяки вкрай високому рівневі доларизації змінилася структура чутливості вітчизняної економіки до глобальної кризи. Негативні наслідки дефіциту платіжного балансу в чистому вигляді вже не можуть бути переважені тими негативними наслідками, що випливають із доларизації пасивів. Тобто, зміна валютного курсу в бік зменшення поліпшує платіжний баланс, водночас погіршуючи платоспроможність усієї фінансово-банківської системи. Так само різкого реверсу платіжного балансу досягати-муть уже не стільки через зміну валютного курсу та ефект переключення доходів, скільки за рахунок різкого зменшення внутрішнього споживання. Останнє впливає зі: зменшення доходів; обмеження доступу до кредитів; різкого підвищення вартості обслуговування кредитів. Як наслідок, девальвація в Україні призвела не лише до позитивного ефекту у вигляді оздоровлення платіжного балансу, а й до різкого стиснення внутрішнього ринку. Крім того, до згортання виробництв, зорієнтованих на глобальний попит, додалися сектори, що орієнтуються на внутрішній ринок.

Отже, нехтування Національним банком проблеми поглиблення доларизації та неврахування зв'язків між режимом валютного курсу, глобальною кон'юнктурою, внутрішньою інфляцією й експансією внутрішнього кредиту і вартості активів спричинило найглибший вплив глобальної кризи саме на вітчизняну економіку.

У сучасних умовах виникає необхідність зміни монетарного режиму та поетапного реформування грошово-кредитної політики з урахуванням факторів глобалізації. Спочатку потрібно в межах істотного впливу кризових явищ відновити таргетування грошової маси і валютного курсу з одночасним розширенням діапазону курсових коливань, підвищення значення внутрішніх активів НБУ у формуванні грошової пропозиції, посилення важливості процентного каналу. Серед позитивів даного кроку варто відзначити такі:

- ✓ встановлення цільових меж коливання валютного курсу має забезпечити стабілізацію інфляційних та девальваційних очікувань, проте коливання курсу треба спрямовувати на послаблення інтересу до доларизації, що забезпечуватиме стимулювання реструктуризації вітчизняного експорту і послаблення його чутливості до зміни світових цін;
- ✓ забезпечення поступового переходу до відмови від оголошення офіційного курсу Національним банком із заміною його на ринкове визначення з наступним підтвердженням статусу офіційності;

- ✓ створення умов щодо обмеження доступу до глобальних ринків капіталу, що сприятиме посиленню зв'язку між балансом Національного банку України і станом ліквідності банківської системи.

Згодом необхідно перейти до таргетування інфляції як до системи, що забезпечує подальше реформування монетарної політики і наближає її до стандартів реалізації монетарної політики в ЄС, стабілізує інфляційні очікування й гарантує реалізацію політики стабільності цін. Адже таргетування інфляції розглядається як найефективніший монетарний режим останнього десятиліття.

Базовими передумовами щодо забезпечення ефективності даного режиму є необхідність узгодження дій уряду і Національного банку в контексті: 1) змін законодавства щодо функцій і повноважень у сфері цінової стабільності з одночасним закріпленням того, що основним завданням НБУ має бути її підтримання. Уряд при цьому перебирає відповідальність щодо забезпечення стабільного функціонування ринкового механізму в процесах ціноутворення; 2) розроблення системи короткотермінового прогнозування майбутньої інфляції та інфляційних очікувань, що дасть змогу запобігати значним коливанням інфляції й підвищуватиме довіру до центрального банку; 3) зобов'язань уряду щодо посилення роботи з подальшої лібералізації цін та послаблення регулюючих функцій місцевих адміністрацій у сфері державного регулювання цін для недопущення маніпуляцій із коливаннями цін, що спотворює розуміння їх зв'язку з монетарними процесами.

Зазначені інституціональні зміни покликані забезпечити збалансований підхід до повноважень та відповідальності в процесі реалізації монетарної політики і сприяти стабілізації інфляційних очікувань і зниженню інфляції, обмеженню впливу інфляції на зростання реального ефективного курсу, розширенню гнучкості номінального валютного курсу, дедоларизації, що загалом створить позитивні передумови до структурної перебудови вітчизняної економіки.

The features of monetary policy by the National Bank of Ukraine in the context of the increasing influence of globalization factors such as increased global liquidity, capital inflows into emerging market, emerging, and increasing dollarization. The main reform measures the central bank's monetary policy and the basic prerequisites for ensuring the effectiveness of inflation targeting regime.

Key words: *monetary policy, central bank, processes of globalization, inflation targeting, dollarization, exchange rate.*

Рассмотрены особенности реализации денежно-кредитной политики Национальным банком Украины в контексте усиления влияния таких факторов глобализации, как расширение глобальной ликвидности, приток капиталов в страны с рынками, которые развиваются, а также повышение долларизации. Определены основные меры реформирования монетарной политики центрального банка и базовые предпосылки для обеспечения эффективности режима таргетирования инфляции.

Ключевые слова: *денежно-кредитная политика, центральный банк, глобализационные процессы, долларизация, валютный курс, таргетирование инфляции.*

Література

1. Ковзанадзе И. К. Роль денежно-кредитной политики в преодолении последствий банковских кризисов / И. К. Ковзанадзе // Деньги и кредит. – 2003. – № 2. – С. 45–47.
2. Адамик Б. П. Центральный банк і грошово-кредитна політика : Підручник / Б. П. Адамик. – Тернопіль : «Карт-бланш», 2007. – 393 с.
3. Грошово-кредитна політика в Україні / [В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов] ; за ред. В. І. Міщенко. – К. : Т-во «Знання», КОО, 2003. – 350 с.
4. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728 с.
5. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
6. Чуб О. О. Банки в глобальній економіці : Монографія / О. О. Чуб. – ДВНЗ «Київський нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана». – К. : КНЕУ, 2009. – 340 с.
7. Бюлетень Національного банку України / Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2011. – № 3. – 193 с.
8. Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
9. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/>