

Точка зору/

# Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток



**Олександр  
Дзюблюк**

Завідуючий кафедрою банківської справи Тернопільського національного економічного університету.  
Доктор економічних наук, професор

У статті розглянуто стратегію грошово-кредитного регулювання Національного банку України на різних етапах перехідного періоду. Визначено позитивні і негативні наслідки монетарного впливу на динаміку економічного розвитку. Обґрунтовано необхідність валютного таргетування як поточного режиму монетарної політики за умов недостатньої дієвості основних інструментів грошово-кредитного регулювання та обмежених можливостей впливу центрального банку на реальний сектор економіки.

Зауважимо, що окремі висновки автора є полемічними. Тому бажаних висловити свою точку зору запрошуємо до дискусії на порушену в статті тему.

Монетарна політика в ринкових умовах є одним із найважливіших інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів. У той час, коли адміністративні важелі регулювання господарства зводяться до мінімуму, саме монетарна політика виходить на перший план і має набувати вирішального значення у формуванні закономірностей економічного розвитку в перехідний період.

Головним в обґрунтуванні оптимальної стратегії монетарної політики є визначення її цілей, що виражається в оцінці тієї ролі, яку має відігравати центральний банк в економіці. Такими стратегічними цілями, як відомо, є: стабільне зростання економіки, низька інфляція, високий рівень зайнятості та рівновага платіжного балансу. Однак у зв'язку з тим, що в межах монетарної політики і лише за допомогою її інструментів одночасне досягнення усіх стратегічних цілей практично неможливе, центральному банку доводиться обирати оптимальну стратегію грошово-кредитного регулювання — зазвичай між забезпеченням стійких темпів економічного зростання і ста-

більністю цін (див. схему 1).

Суперечливість окремих кінцевих цілей державного регулятивного впливу на економіку змушує центральний банк маневрувати в ході реалізації монетарної політики з огляду на стан господарської кон'юнктури і зміну фаз ділового циклу з тим, щоб власними заходами не сприяти посиленню тенденцій ні у “перегріві” економіки, ні в її спаді й відповідно не загострювати проблеми надмірної інфляції та зростання безробіття. І якщо в умовах розвинутих ринкових відносин ця стратегія залежить більшою мірою від фаз ділового циклу та господарської кон'юнктури, то в перехідній економіці все набагато складніше. Адже тут економічні агенти змушені діяти в особливих умовах, пов'язаних зі слабкістю чи відсутністю базових ринкових інститутів.

За таких обставин реалізація монетарної політики має базуватися на обранні різних стратегічних цілей у різні етапи перехідного періоду, що відрізняються між собою залежно від пріоритетів економічних реформ. Їх загалом є три: 1) лібералізація; 2) формування рин-

Схема 1. Фактори несумісності стратегічних цілей монетарної політики



Схема 2. Обрання пріоритетів монетарної політики в процесі ринкового реформування



кових інститутів; 3) структурна перебудова економіки (див. схему 2).

Відповідно до цього на першому етапі монетарна політика має носити обмежувальний характер з метою приборкання інфляційних процесів, які розгортаються внаслідок лібералізації цін, оскільки без стабільної грошової одиниці економіка приречена на глибоку кризу. На другому етапі в міру реалізації необхідних інституційних та структурних перетворень монетарна політика має слугувати вже цілям економічного зростання і через лібералізацію кредитних відносин та зниження вартості капіталу стимулювати інвестиційні процеси. Адже якщо роль центрального банку обмежується лише забезпеченням стабільності національної грошової одиниці, то вона далеко не повною мірою розкриває його можливості, особливо як інституту, що виконує важливі соціально-економічні функції. Йдеться передусім про стимулювання економічного зростання та високої зайнятості, що характеризує відтворювальну складову монетарної політики, яка провадиться центральним банком.

Однак в Україні процес реалізації монетарної політики від початку перехідного періоду набув діаметрально протилежного характеру з усіма негативними наслідками. Тут потрібно наголосити, що стратегічна спрямованість грошово-кредитного регулювання не є раз і назавжди визначеною у законодавчо-нормативних актах, а формується у вигляді Основних засад грошово-кредитної політики, які розробляються і затверджуються на ко-

жен наступний рік, проте часом не виконуються. Оцінка вітчизняного досвіду реалізації грошово-кредитної політики дає підстави умовно поділити його на три основні етапи, які розрізняються між собою за ступенем жорсткості і цільовим спрямуванням монетарного регулювання (див. схему 3).

Так, на першому етапі (1992—1994 рр.) було взято курс на стимулювання розвитку вітчизняного виробництва і підтримання соціальної сфери на рівні, що був встановлений ще за умов адміністративно-командної економіки. Інакше кажучи, за стратегічну мету грошово-кредитної політики одразу було взято стимулювання економічного зростання без попередньої фінансової стабілізації й приборкання інфляції. Арсенал практичних заходів Національного банку України, що ви-

користовався для досягнення зазначеної цілі, за своїм змістом був ще далеким від ринкового, позаяк передбачав пряме кредитування бюджетних витрат, централізований розподіл кредитних ресурсів, надання пільгових позичок пріоритетним галузям та окремим державним підприємствам. Застосовувалася практика фінансування Національним банком дефіциту бюджету, яка за своєю суттю була прямим кредитуванням уряду. Результатом такої політики став економічний спад, зниження рівня інвестицій та обсягів товарообороту, а також знецінення національної валюти (див. таблицю 1).

За таких умов реалізація в Україні на першому етапі перехідного періоду (протягом 1992—1994 рр.) ліберальної грошово-кредитної політики сприяла вливанню значних обсягів емісійних

Схема 3. Етапи реалізації монетарної політики в Україні





Таблиця 1. Економічний розвиток України на першому етапі реалізації монетарної політики

Показники	1992 р.	1993 р.	1994 р.
Грошова маса в обігу, млн. грн.	25	482	3 216
Темпи зростання грошової маси, рази порівняно з попереднім періодом	11	19	7
Індекс споживчих цін, %	2 100	10 256	501
Облікова ставка НБУ, %	80.0	240.0	252.0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	76.0	221.1	201.7
Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	27	406	1 558
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	63.1	89.6	77.5
ВВП у порівнянних цінах, % до попереднього року	90.1	85.8	77.1
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	82.0	65.0	86.4
Девальвація карбованця щодо долара США, %	—	-1 870	-726

Джерело: Бюлетень НБУ. — 2007. — № 7. — С. 60, 72, 78, 80, 84.

коштів в економіку, котрі, не маючи адекватного товарного забезпечення, руйнували цінові пропорції та призводили до гіперінфляції.

Унаслідок “втечі від грошей”, які швидко втрачали свою вартість, значні фінансові потоки спрямовувалися на валютний ринок, що призводило до різкого зростання обмінного курсу іноземної валюти і знецінення національної. При цьому лібералізація цін не привела до створення надійного підґрунтя для структурної перебудови економіки, оскільки доходи працівників у різних галузях економіки перевищували зростання продуктивності праці. А наявна у той період спіраль “зарплата — ціни” стала потужним генератором інфляційних процесів, адже головною причиною інфляції завжди є перевищення загальної суми усіх грошових доходів населення над створеною в процесі виробництва загальною сумою вартості товарної маси і платних послуг.

Експансійний характер грошово-кредитного регулювання набув конкретного вираження у зростанні кредитних вливань центрального банку в економіку через бюджет і державний сектор (хоча з огляду на фактичну безповоротність потоку ресурсів та низьку ефективність їх використання “кредитними” ці вливання можна називати лише умовно). Так, за 1992 рік обсяги кредитів, наданих Національним банком уряду, збільшилися у 34 рази, за 1993 рік — у 7 разів, а за 1994 рік — в 11 разів. Значні “позички” було надано також вугледобувній галузі, агропромислового комплексу і на поповнення обігових коштів підприємств.

Загалом кінцеві результати зазначеної політики виявилися зовсім не такими, як очікувалося. Значне зростання

обсягів грошової маси (за 1992 рік — в 11 разів, за 1993-й — у 19 разів, за 1994 рік — у 7 разів) стимулювало різке зростання цін, індекс яких у відповідні періоди становив 2 100%, 10 256% і 501%. У кінцевому підсумку кредитна підтримка збиткових підприємств нарівні з надмірним державним споживанням об’єктивно виявили гальмівний вплив на можливість структурної перебудови економіки і розвитку виробництва. Незважаючи на величезне зростання в 1993 році грошової маси в обігу (1 928%), наступного року було зафіксовано найбільший за всю новітню історію України виробничий спад — майже 23%.

Нарощування темпів гіперінфляції до рівня понад 50% за місяць стало одним із наслідків помилкового обрання пріоритетів серед стратегічних цілей

грошово-кредитного регулювання через нерозуміння неможливості досягнення економічного зростання без забезпечення стабільності національної валюти. Із усвідомлення цієї істини й обрання як пріоритетної мети досягнення цінової стабілізації бере свій відлік уже по суті *другий етап (1995—1999 рр.)* у реалізації монетарної політики.

На ньому як стратегічну мету грошово-кредитного регулювання Національний банк України обрав курс на подолання гіперінфляції, що зрештою привело до уповільнення темпів економічного спаду та обмеження руйнівних процесів знецінення національних грошей. Це було необхідною умовою поступового нарощування інвестиційної активності як ключової засади стимулювання економічного зростання (див. таблицю 2).

Для цього було вжито певних заходів щодо обмеження темпів зростання грошової маси, підвищення процентних ставок, встановлення “стелі” за кредитами, запровадження кредитних аукціонів. У цей період антиінфляційна спрямованість монетарної політики Національного банку України набула послідовного характеру й засновувалася на таких засадах:

♦ запровадження практики обов’язкового резервування для валютних депозитів, що є умовою зниження надлишкової ліквідності комерційних банків;

♦ встановлення порядку, згідно з яким комерційні банки зобов’язані коригувати власні процентні ставки відповідно до змін облікової ставки НБУ, яка, у свою чергу, коригується щодо тем-

Таблиця 2. Економічний розвиток України на другому етапі реалізації монетарної політики

Показники	1995 р.	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.
Грошова маса в обігу, млн. грн.	6 930	9 364	12 541	15 705	22 070
Темпи зростання грошової маси, % до попереднього періоду	213	135	134	125	141
Індекс споживчих цін, %	282	140	110	120	119
Облікова ставка НБУ, %	110	40	35	60	45
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	107.4	77.0	49.1	54.5	53.4
Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	4 078	5 452	7 295	8 873	11 787
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	71.5	78.0	91.2	106.1	100.4
ВВП у порівнянних цінах, % до попереднього року	87.8	90.0	97.0	98.1	99.8
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	86.1	94.9	100.2	93.4	92.9
Рівень монетизації, %	9.3	11.5	13.4	15.3	16.9
Девальвація гривні щодо долара США, %	-72	-5	-1	-80	-52

Джерело: Бюлетень НБУ. — 2007. — № 7. — С. 60, 72, 78, 80—81.

пів зростання цін, що дало змогу вивести процентні ставки банківської системи на позитивний рівень, стимулюючи заощадження;

- ♦ використання державних цінних паперів як інструменту фінансування дефіциту бюджету шляхом мобілізації тимчасово вільних коштів суб'єктів ринку;

- ♦ запровадження ломбардного кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики;

- ♦ лібералізація і децентралізація валютного ринку, відновлення торгів на Українській міжбанківській валютній біржі та на міжбанківському валютному ринку, встановлення обмінного курсу під впливом попиту і пропозиції, проведення валютних інтервенцій для підтримання стабільного курсу карбованця;

- ♦ оптимізація структури кредитів, наданих Національним банком України, шляхом зниження частки прямих кредитів уряду на покриття дефіциту державного бюджету (із 77.2% у 1995 році до 13.9% у 1996-му) та відповідно збільшення рефінансування комерційних банків (з 8.5% у 1995 році до 21.9% у 1996-му).

Реалізація зазначених вище обмежувальних заходів дала змогу суттєво знизити темпи зростання грошової маси в обігу: якщо в 1994 році грошова маса зросла у 7 разів, то в 1995-му — вже у 2.1 раз, а в 1996-му — лише в 1.3 раз. У результаті було досягнуто істотних позитивних зрушень і в динаміці інфляції, темпи якої набули стійкої тенденції до зниження як упродовж 1995 року, так і в 1996 році (див. таблицю 2).

У 1996 році теми інфляції порівняно з попереднім роком знизилась у 4.5 раз — із 181.6% до 39.7%. Стабілізація макроекономічної ситуації в Україні в 1996 році сприяла створенню реальних передумов для проведення грошової реформи, яку було здійснено шляхом зміни масштабу цін і запровадження національної валюти — гривні — замість тимчасової грошової одиниці — українського карбованця.

І в наступні два роки Національним банком було продовжено реалізацію монетарної політики, орієнтованої на макроекономічну стабілізацію. Серед основних заходів грошово-кредитного регулювання, запроваджених у цей період, слід виділити:

- ♦ забезпечення кількісного контролю за динамікою грошової маси шляхом встановлення меж її приросту;

- ♦ відмову від прямого кредитуван-

Таблиця 3. Економічний розвиток України на третьому етапі реалізації монетарної політики

Показники	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.
Грошова маса в обігу, млн. грн.	32 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071	261 063
Темпи зростання грошової маси, % до попереднього періоду	145	142	142	147	132	154	135
Індекс споживчих цін, %	126	106	99	108	112	110	111.6
Облікова ставка НБУ, %	27.0	12.5	7.0	7.0	9.0	9.5	8.5
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	37.3	29.6	19.6	17.7	17.5	16.4	15.1
Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	19 574	28 373	42 035	67 835	88 579	143 418	245 226
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	114.4	120.8	108.9	131.3	128.0	101.9	—
ВВП у порівнянних цінах, % до попереднього року	105.9	109.2	105.2	109.6	112.1	102.7	107.1
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	108.1	113.7	115.0	120.5	121.9	123.4	125.3
Рівень монетизації, %	18.9	22.4	28.7	35.5	36.5	43.9	48.7
Девальвація (–), ревальвація (+) гривні щодо долара США, %	–4.18	+2.50	–0.6	+0.0169	+0.4895	+4.814	0.0
Міжнародні резервні активи НБУ, млн. дол. США	1 475.42	3 089.46	4 416.83	6 937.25	9 524.74	19 390.42	22 255.84

Джерело: Бюлетень НБУ. — 2007. — № 7. — С. 60, 64, 72, 79, 81–82, 84.

ня дефіциту державного бюджету;

- ♦ збільшення частки кредитної емісії, спрямованої на рефінансування комерційних банків;

- ♦ дотримання позитивного рівня облікової ставки НБУ щодо темпів зростання цін.

Зазначені заходи сприяли подальшому зниженню темпів інфляції — із 40% у 1996 році до 10% у 1997 році. І навіть в умовах фінансової кризи 1998 року оперативність Національного банку у застосуванні певних рестрикційних методів грошово-кредитної політики (підвищення норм обов'язкового резервування й облікової ставки, регулятивні заходи на валютному ринку, спрямовані на зниження попиту, рекомендації з обмеження кредитних операцій) не дозволила інфляційним процесам вийти з-під контролю, в результаті чого річні темпи інфляції і в 1998-му, і в 1999 роках становили 20%, що загалом може засвідчувати певне підвищення дієвості грошово-кредитних важелів регулювання економіки порівняно з попереднім періодом.

**На третьому етапі (2000–2006 рр.)** спостерігається перехід української економіки (починаючи з 2000–2001 рр.) у фазу зростання, чому певною мірою сприяла і лібералізація монетарної політики Національного банку України. Її заходи зокрема передбачали: зниження і встановлення диференційованих норм мінімальних обов'язкових резервів, зниження облікової ставки,

збільшення обсягів рефінансування тощо. Як результат обсяг кредитних вкладень в економіку комерційних банків України зріс із 19.5 млрд. грн. у 2000 році до понад 245 млрд. грн. у 2006 році, тобто практично у 12 разів (див. таблицю 3).

Істотно збільшився коефіцієнт монетизації економіки, який на початок 2007 року становив уже понад 48%. Фактично йдеться про процес ремонетизації національного господарства, що у поєднанні із відповідними структурними змінами у реальному секторі, підвищенням продуктивності праці, залучення інвестицій та за умови ефективного функціонування банківської системи істотно сприяє зростанню реального ВВП. Цьому процесу також сприяло поступове відновлення ролі капіталомістких галузей (металургії, машинобудування) у структурі економічного зростання, що зумовлювало більший попит на кредити з відповідним зростанням потреби в платіжних засобах для обслуговування обороту ВВП.

Збільшення коефіцієнта монетизації свідчить про те, що національна валюта поступово посилює свої позиції з точки зору виконання нею класичних грошових функцій — міри вартості, засобу платежу та засобу нагромадження. Однак при цьому потрібно пам'ятати, що лише за умови незначних інфляційних очікувань перевищення темпів зростання грошової маси над темпами підви-



Графік 1. Структура грошової маси в обігу за станом на 01.01.2007 р.



шення цін сприятиме подальшому стійкому зростанню економіки. Якщо ж інфляційні пропеси вийдуть з-під контролю (приміром, через політичну нестабільність, зростання цін на імпортовані товари тощо), то наявне "грошове нависання" може руйнівним чином позначитися на стані грошового обігу в країні і підірвати довіру до національних грошей.

Крім того, доволі негативним фактором продовжує залишатися значна частка готівки у структурі грошової маси (див. графік 1), що зумовлено кількома головними причинами: по-перше, невисоким рівнем розвитку системи масових безготівкових розрахунків; по-друге, недостатнім рівнем довіри до банківської системи як надійного фінансового посередника і прагненням суб'єктів ринку здійснювати грошові платежі поза банками; по-третє, значною питомою вагою тіньового сектору в структурі економіки, грошовий оборот якого відбувається

поза банківською системою.

Значна частка готівки у структурі грошової маси послаблює дію інструментів грошово-кредитної політики й ускладнює контроль за агрегатами грошової маси, внаслідок чого монетарна політика втрачає свою ефективність. Тому поліпшення структури грошової маси має бути одним із пріоритетів діяльності Національного банку України.

Водночас потрібно розуміти, що за умов стабілізації темпів інфляції подальше проведення жорсткої монетарної політики може стати фактором гальмування економічного зростання. Ця проблема постає з особливою гостротою з огляду на недостатню дієвість основних трьох класичних ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання економіки: політики обов'язкових резервів, операцій на відкритому ринку та політики облікової ставки. На практиці вона проявляється так.

1. Політика обов'язкових резервів уже сягнула граничних меж ефективності використання, що пов'язано з порівняно низькими нормами резервування (див. графік 2), які не справляють стимулюючого чи дестимулюючого впливу на кредитну активність банківських установ, а також із наявністю у них значних обсягів вторинних резервів, що істотно підвищує ліквідність банків та робить їх спроможними практично не реагувати на будь-які зміни резервної політики НБУ. Тому зміна величини резервних коштів банків практично не впливає ні на динаміку готівкової маси в обігу, ні на кредитну активність банків.

2. Активне проведення операцій на відкритому ринку неможливе з огляду на порівняно незначні масштаби ринку державних запозичень, що є наслідком фінансової кризи 1998 року та

не дає змоги Національному банку України широко використовувати купівлю-продаж державних цінних паперів саме як інструмент управління ліквідністю комерційних банків (див. графік 3). Масштаби здійснюваних НБУ операцій із розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку не йдуть ні в яке порівняння навіть із обсягами міжбанківського кредитування. А між тим у розвинутих економіках це чи не найголовніший інструмент центрального банку в сфері монетарного регулювання.

3. Що ж стосується політики облікової ставки, то її дієвість украї незначна. Це зумовлено двома обставинами.

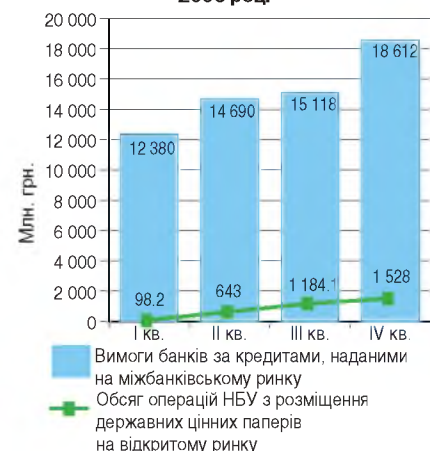
По-перше, від'ємним стосовно темпів інфляції її рівнем (див. графік 4). Так, за результатами першої половини 2006 року, коли інфляційна динаміка не викликала занепокоєння, облікову ставку в червні було знижено з 9.5 до 8.5% як сигнал про послаблення монетарної політики. Однак за результатами 10 місяців, коли темпи інфляції в жовтні сягнули 8.7%, її із незрозумілих причин не перелянули, а тому за рік одержано негативний результат (і це попри те, що сам Національний банк України у своєму положенні про процентну політику визначає необхідність її позитивного стосовно темпів інфляції рівня).

По-друге, незначними обсягами кредитування комерційних банків з боку Національного банку України, а облікова ставка є по суті ціною таких кредитів. Достатньо навести лише той факт, що частка кредитів, наданих банкам, у загальній структурі активів балансу Національного банку становить усього 1% (див. графік 5). Тому облікова ставка, на мою думку, є нині радше лише індикатором намірів НБУ, а не реальним інструментом

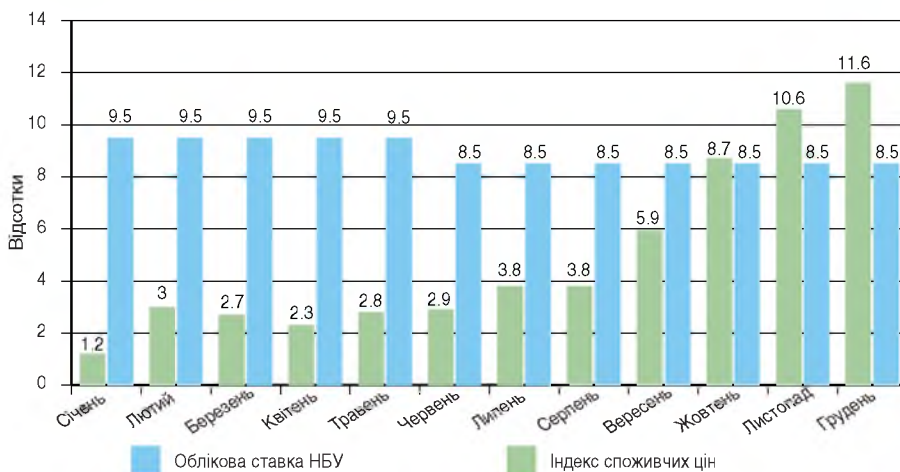
Графік 2. Динаміка резервних коштів банків та вимог за кредитами у 2006 році



Графік 3. Обсяги операцій на відкритому ринку та міжбанківське кредитування у 2006 році



Графік 4. Динаміка облікової ставки НБУ та індексу споживчих цін у 2006 році



впливу на грошовий ринок.

Якщо ж розглядати ту ж структуру активів балансу Національного банку України, то неважко помітити, що понад 80% його вкладень становлять міжнародні резерви. Це може свідчити про те, що нині головним і найдієвішим інструментом монетарної політики є операції НБУ на внутрішньому валютному ринку, котрі через механізм інтервенцій забезпечують вплив на динаміку обмінного курсу національної валюти.

Вже сьогодні фактично всі готівкові гроші забезпечені офіційними золотовалютними резервами Національного банку України (див. таблицю 4).

Обсяг офіційних золотовалютних резервів НБУ в гривневому еквіваленті нині вже на 15% більший за обсяг грошової бази та в 1.5 раза перевищує загальний обсяг готівки, що перебуває в обігу. В результаті на сьогодні ми маємо ситуацію, коли розширення грошової

Графік 5. Структура активів балансу Національного банку України за станом на 01.01.2007 р.



Таблиця 4. Грошова маса в обігу та офіційні валютні резерви НБУ

Показники	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.
Грошова маса, МЗ, млн. грн.	32 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071	261 063
Готівка в обігу, млн. грн.	12 799	19 465	26 434	33 119	42 345	60 231	74 984
Грошова база, млн. грн.	16 780	23 055	30 808	40 089	53 763	82 760	97 214
Міжнародні резервні активи НБУ, млн. доларів США, на кінець періоду	1 475.42	3 089.46	4 416.83	6 937.25	9 524.74	19 390.42	22 255.84
Офіційний курс гривні щодо долара США, на кінець періоду	5.4345	5.2985	5.3324	5.3315	5.3054	5.0500	5.0500
Міжнародні резервні активи НБУ, млн. грн. за офіційним курсом	8 018.17	16 369.5	23 552.3	36 985.9	50 532.6	97 921.6	112 392.0

Джерело: Бюлетень НБУ. — 2007. — № 7. — С. 82, 84.

пропозиції відбувається передусім за рахунок зростання обсягів міжнародних резервних активів Національного банку, а не внутрішніх активів (наприклад, кредитів комерційним банкам). По суті це є платою за режим фіксованого валютного курсу, що проводиться нині де-факто як основа монетарної політики, хоча де-юре Національним банком України проголошено режим плаваючого валютного курсу.

Те, що саме валютно-курсова політика нині залишається головним інструментом реалізації монетарної політики Національного банку, цілком природно, адже структура української економіки нині така, що сукупний зовнішньоекономічний оборот перевищує обсяги ВВП країни. За цих обставин особливо гостро постає проблема правильного вибору найоптимальнішого цільового орієнтира монетарної політики, що передбачає дії центрального банку з таргетування одного з таких трьох основних макроекономічних параметрів: грошової маси, рівня інфляції або валютного курсу. Це передбачає можливість використання одного з трьох ос-

новних режимів монетарної політики:

1. *Монетарне таргетування* (спрямоване на підтримання заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства);

2. *Валютне таргетування* (передбачає підтримання стабільності обмінного курсу національної валюти відносно певної іноземної валюти або кошика валют);

3. *Інфляційне таргетування* (означає обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики).

Кожен із трьох режимів монетарної політики має як свої переваги, так і недоліки (див. таблицю 5).

Однак за низького рівня дієвості ос-

новних інструментів монетарної політики, про що йшлося вище, доволі передчасними видаються заклики провідних науковців та й самого Національного банку України щодо необхідності переходу до режиму інфляційного таргетування. Як зазначається в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2007 рік, у перспективі Національний банк орієнтується на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що базується на цінній стабільності, тобто до інфляційного таргетування (до речі, така необхідність проголошується Національним банком мало не щороку). Проте цілком очевидно, що на сьогодні для такого переходу ще немає об'єктивних передумов.

За визначенням самого НБУ, остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, що передбачає створення низки макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких — макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного пла-



Таблиця 5. Порівняльна характеристика режимів монетарної політики

Режим монетарної політики	Переваги	Недоліки
1. Монетарне таргетування	— високий рівень координації монетарної і макроекономічної політики; — можливість швидкого реагування з боку центрального банку	— невизначеність майбутньої динаміки цін; — недостатня інформативність для суспільства; — неможливість контролю грошової маси при високій частці готівки; — недовіра у разі значних коливань попиту на гроші
2. Валютне таргетування	— високий рівень інформативності для суспільства (валютний курс як номінальний якір, за яким легко спостерігати); — низькі інфляційні очікування; — довіра суб'єктів господарювання до макроекономічних показників	— залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів; — можливість припливу короткострокового спекулятивного капіталу; — ризики дестабілізації фінансової системи внаслідок світових валютних криз
3. Інфляційне таргетування	— забезпечення гнучкої валютно-курсової політики; — довіра з боку населення до політики центрального банку; — створення умов для збалансованого розвитку всіх секторів і галузей економіки	— вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком; — послаблення гнучкості монетарної політики; — обмеження можливостей стимулювання економічного зростання і зниження безробіття

вання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання та населенням.

Насправді перехід до політики таргетування інфляції на сьогодні практично неможливий через значну роль регульованих цін, які перебувають за межами впливу Національного банку України у формуванні індексу споживчих цін, у зв'язку з чим планові показники інфляції, як правило, не виконуються (див. таблицю 6).

У 2006 році плановий показник інфляції, який згідно із Законом України "Про Державний бюджет України на 2006 рік" мав становити 8,7%, було перевищено на 2,9 процентного пункту, і фактично він сягнув рівня 11,6%. При цьому головним фактором прискорення інфляції у 2006 році було підвищення тарифів на послуги для населення — на 49,4%. Темпи зростання цих тарифів суттєво випереджають загальні темпи інфляції (див. графік 6).

Так, у 2006 році комунальні послуги подорожчали на 85,7%, послуги пасажирського транспорту — на 42,1%. При

цьому плата за центральне опалення підвищилася в 2 рази, гарячу воду — в 1,9 раза, газопостачання — в 1,8 раза, електроенергію — в 1,6 раза, холодну воду та квартплату — в 1,4 раза. В таких умовах монетарна політика НБУ має мінімальний вплив на зростання індексу споживчих цін.

Виходячи з викладеного вище, доходимо висновку, що Національний банк України нині не може і не повинен відмовлятися від політики керованого плавання валютного курсу з низки причин:

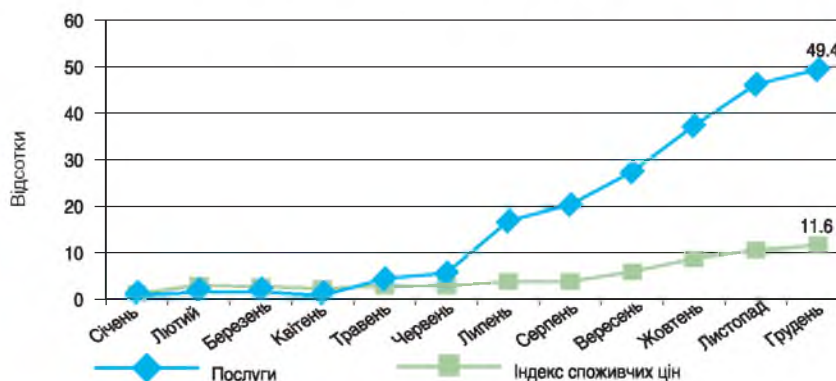
- може істотно зміцніти гривня, що негативно позначиться на стані вітчизняної промисловості;
- різка відмова від керованого плавання може зумовити зміну привабливості активів, номінованих в іноземній валюті;

- коливання обмінного курсу негативно позначаться на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції.

Тому на даному етапі суспільного розвитку Національний банк України, на мою думку, не повинен відмовлятися від валютного таргетування власне як від режиму монетарної політики. Попри всі недоліки фіксованих валютних курсів, вони залишаються одним із засадничих елементів світової валютної системи. Незрозуміло, наприклад, чому попри заклики до лібералізації валютних режимів в інших країнах у самому Євросоюзі однією з умов участі в єврозоні є підтримання фіксованого курсу національної валюти відносно євро у граничних межах відхилень  $\pm 15\%$ .

Виключно монетарні засоби боротьби з інфляцією негативно позначаються і на економічному зростанні. Якщо при загальному збільшенні цін зростає випуск продукції, то не зовсім зрозуміло, який саме рівень інфляції в Україні слід вважати оптимальним. З точки зору центрального банку, для сучасного стану економіки України адекватним є рівень інфляції в "однознаковому" вимірі. Це дає можливість поєднувати вирішення завдань підтримання динамічного розвитку і структурної перебудови економіки з підвищенням життєвого рівня і добробуту населення. Проте сам же Національний банк визнає, що основними чинниками інфляційних процесів і їх високої волатильності залишаються немонетарні фактори, які перебувають поза впливом заходів грошово-кредитної політики і належать до компетенції уряду. З іншого боку, якщо під ціновою стабільністю, на яку пропонують орієнтуватися при запровадженні режиму інфляційного таргетування, розуміти приріст споживчих цін у межах однозначного числа, то доведеться констатувати, що в Україні протягом останніх кількох років уже мала місце цінова стабільність (якщо вірити даним офі-

Графік 6. Індекс споживчих цін і тарифи на послуги у 2006 році



Таблиця 6. Рівень виконання планових показників інфляції		
Рівень інфляції	Запланований показник, %	Фактичний показник, %
2004 р.	6.3	12.3
2005 р.	8.6	10.3
2006 р.	8.7	11.6

ційної статистики про коливання інфляції близько 10%). Однак саме динаміка цін на споживчому ринку, а також тарифів на послуги за цей період свідчить про протилежне.

Тому будь-які спроби прив'язати монетарну політику до цінової стабільності за нинішньої структури економіки приречені на невдачу, а Національному банку доведеться лише жорстко обмежити грошову пропозицію, що матиме наслідком передусім скорочення виробництва та економічну стагнацію.

З іншого боку, саме довгострокове економічне зростання на основі успішно проведених структурних реформ, як свідчить світовий досвід, у перспективі стає обмежувальним фактором для цінової динаміки. Це пов'язано з тим, що чим вища ефективність виробництва, тим більша частка приросту грошової маси спрямовується не на інфляційне зростання, а на інвестиційне забезпечення зростання продуктивності праці. А обмежувальна монетарна політика не може цьому сприяти, оскільки негативно позначається на інвестиційній активності і робить неможливим підвищення економічної ефективності. У країнах еврозони, зокрема в тих, де обмежувальна монетарна політика Європейського центрального банку була спрямована на дотримання чітких меж інфляції (на рівні 2%), це негативно позначилося на економічному зростанні — в середньому 1.9% за останні п'ять років. Тоді як у США, де Федеральна резервна система не обмежує себе жорсткими зобов'язаннями із підтримання стабільності цін, темпи економічного зростання за цей же період у середньому були в 1.5 рази вищими, ніж у країнах еврозони — 3% за середньорічної цінової динаміки 3.6%. При цьому рівень безробіття у США становив 5%, тоді як в країнах еврозони — понад 8%.

Отже, ключовими характерними рисами реалізації монетарної політики на сучасному етапі, які б визначали рівень її оптимальності для національної економіки, можна вважати такі:

1. Ефективність монетарної політики пов'язана не лише з динамікою цін, а й з обсягами виробництва, рівнем зайнятості, курсовою стабільністю. Головне, щоб динаміка цін утримувалася на рівні, який стимулював би стійке економічне зростання. А це означає, що діючий режим монетарної політики змінювати поки що зарано;

2. Потрібно наголосити, що саме успішна валютно-курсова політика НБУ як найефективніша складова монетарної політики сприяла активному на-

сиченню економіки грошима й забезпечила підвищення рівня монетизації до 48%, тоді як в середині 1990-х років він перебував у межах 10%;

3. Ефективна монетарна політика дала змогу накопичити значні обсяги золотовалютних резервів — уже понад 25 млрд. доларів США, що стало суттєвим фактором забезпечення макроекономічної стабільності й дало змогу НБУ у кризові періоди долати ажіотажний попит на валютному ринку (наприклад, у 2004 році в умовах політичної невизначеності);

4. Підтримання стабільного курсу національної валюти життєво необхідне для країни, економіка якої є вельми залежною від зовнішньоекономічної кон'юнктури.

Водночас (якщо розглядати результати реалізації грошово-кредитної політики в Україні у плані досягнення її кінцевих стратегічних цілей протягом усього перехідного періоду) слід звернути увагу на обмежені можливості впливу грошово-кредитного регулювання на перебіг відтворювального процесу та стан реального сектору господарства країни. Це пов'язано передусім із відсутністю або недостатністю базових, структурних реформ у реальному секторі, виявом чого є нездатність основної маси підприємств працювати в умовах гнучкої системи цін, пристосовуватися до умов конкурентного середовища та змін ринкової кон'юнктури. Свідченням цього є кризові явища на ринку енергоносіїв на початку 2005 року і в системі газопостачання на початку 2006 року, коли підприємства із застарілими енергозатратними технологіями виявили нездатність працювати в умовах жорстких викликів ринкових механізмів ціноутворення. За таких обставин реальний сектор доволі слабо реагує на передавальні імпульси монетарної політики, навіть якщо вона провадиться за класичними ринковими принципами.

Цілком очевидно, що основою для остаточного подолання кризових явищ в економіці має бути реалізація низки заходів, спрямованих передусім на забезпечення кардинальних змін у структурі господарства, а саме:

- пріоритетний розвиток малого і середнього бізнесу;
- закриття неефективно працюючих підприємств через механізм санації і банкрутства;
- зменшення енергомісткості виробництва;
- підтримання конкурентного середовища на внутрішньому ринку;
- проведення реформи фінансової

системи з метою зниження податково-го тиску на суб'єктів підприємницької діяльності;

- розвиток фондового ринку;
- визнання пріоритетними для розвитку (і розподілу ресурсів держави) лише тих секторів економіки, які мають реальні можливості отримання конкурентних переваг на світовому ринку.

Отже, необхідно здійснити цілий комплекс заходів, спрямованих на підвищення ефективності всієї економічної системи. А без цього прив'язка монетарної політики НБУ виключно до цінової стабільності як єдиного головного показника ефективності лише посилить структурні дисбаланси, позаяк штучна нестача грошової пропозиції суттєво обмежує економічне зростання. При цьому купівельна спроможність грошей нівелюватиметься зростанням цін, провокованим дефіцитом інвестицій і товарної пропозиції.

Як впливає з викладеного вище, формування ефективної стратегії грошово-кредитного регулювання відіграє особливо важливу роль у всій сукупності здійснюваних перетворень, оскільки монетарна політика, визначаючи особливості функціонування грошової сфери економіки, активно впливає на діяльність усіх суб'єктів ринку в усіх галузях і секторах господарства. Однак лише в тому разі, якщо структурне реформування економіки досягне успіху, буде створено належні умови для реалізації потенціалу грошово-кредитного регулювання щодо його впливу на реальний сектор, причому не лише у плані підтримання цінової стабільності, а й стимулювання виробництва. Сучасна стратегія монетарної політики Національного банку України попри збереження своєї гнучкості має бути спрямована на підтримання валютно-курсової стабільності як основи ефективної організації грошового обігу в країні. А задля досягнення реального зростання виробництва й відповідно мінімізації рівня безробіття необхідно водночас зі структурними реформами поступово впроваджувати заходи щодо лібералізації кредитних відносин центрального банку з комерційними банківськими установами з метою полегшення доступу суб'єктам господарювання до кредитних ресурсів, що в загальному підсумку стимулюватиме економічне зростання. Це могло б стати одним із факторів подолання кризових явищ та успішного завершення ринкових трансформаційних процесів у суспільстві. □