

Богдан Михайлович ДАНИЛИШИН

доктор економічних наук, професор, академік НАН України, завідувач кафедри,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана»

ORCID: 0000-0002-4058-1191

e-mail: Bohdan.Danylyshyn@bank.gov.ua

Іван Віталійович БОГДАН

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник

e-mail: ibohdan@ukr.net

ORCID: 0000-0002-1752-0198

**АКТУАЛЬНІ ЗАВДАННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ВІДНОВЛЕННЯ ТА СТІЙКОГО ЗРОСТАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

Данилишин, Б. М. Актуальні завдання монетарної політики для забезпечення відновлення та стійкого зростання економіки України [Текст] / Богдан Михайлович Данилишин, Іван Віталійович Богдан // Український журнал прикладної економіки. – 2020. – Том 5. – № 2. – С. 56–69. – ISSN 2415-8453.

Анотація

Стаття присвячена дослідженню напрямів модернізації монетарної політики в Україні. Ідентифіковано проблемні питання встановлення параметрів монетарного режиму інфляційного таргетування. Особливу увагу приділено питанню забезпечення оптимального співвідношення між показниками таргету інфляції та орієнтовного зростання реального ВВП. Доведено, що жорсткі параметри інфляційного таргетування 2017-2019 рр. були контрпродуктивними, оскільки застосовувалися в умовах критично низького рівня заощаджень населення (в 2019 р. – в умовах від'ємних заощаджень) і в сукупності з іншими чинниками призвели до критичного падіння сукупного попиту, гальмування економічної активності і зниження рівня монетизації економіки. На основі емпіричних даних країн світу доведено, що на даному етапі розвитку обґрунтованим орієнтиром середньострокового зростання реального ВВП для України є значення у 6% на рік. Авторами запропоновано систему завдань центрального банку, спрямовану на гармонійне досягнення цілей із забезпечення низької інфляції, фінансової стабільності та підтримки економічного зростання. Ключовими елементами модернізованої системи завдань центрального банку вбачаються: виважене управління числовими цільовими параметрами монетарної політики, стабілізація як показників інфляції (в межах коридору), так і коливань обмінного курсу (в межах змін, обумовлених впливом фундаментальних факторів), посилення ролі банків як інституту фінансового посередництва в контексті трансформації національних заощаджень в інвестиції, удосконалення інструментарію оцінки фінансової стійкості інституційних секторів економіки, розвиток інструментів інвестиційного рефінансування банків. Пропозиції авторів можуть бути використані при підготовці Основних засад грошово-кредитної політики України на 2021 рік та середньострокову перспективу.

Ключові слова: монетарна політика, інфляційне таргетування, національні заощадження, економічне зростання.

Bohdan DANYLYSHYN

Doctor of Economics, Professor, Academician of NSA of Ukraine, Chair of Department,
Vadym Hetman Kyiv National Economic University

Ivan BOHDAN

Ph.D. in Economics, Senior Scientific Associate

**ACTUAL ISSUES OF MONETARY POLICY TO ENSURE RECOVERY AND SUSTAINABLE
GROWTH OF THE UKRAINIAN ECONOMY**

Abstract

The article covers the issues of the monetary policy modernization in Ukraine. Particular attention is paid to the issue of ensuring the optimal interrelations between the inflation target and benchmark for real GDP growth. Authors argue that strict parameters of inflation targeting through 2017-2019 were counterproductive, since they were implemented under the critically low level of household savings (in 2019 - negative savings) and, together with other factors, led to a critical reduction in aggregate demand, a slowdown in economic activity and a decrease in the GDP's monetization ratio. Based on the empirical data, authors suggest that a reasonable benchmark for medium-term growth of real GDP in Ukraine is 6% per year. The authors elaborate a new range of tasks for the central bank, compatible with the harmonious attainment of the low inflation target, financial stability goal and economic growth goal. The authors' proposals can be incorporated into the preparation of the Basic Principles of Monetary Policy of Ukraine for 2021 and for the medium run.

Keywords: *monetary policy, inflation targeting, national saving, economic growth.*

JEL classification: E42; E52; E58

Вступ

Проблеми поточного стану економіки України вимагають застосування нових підходів до формулювання напрямів монетарної політики, її спрямованості на гармонійне досягнення цілей центрального банку з забезпечення цінової стабільності, фінансової стабільності та підтримки економічного зростання.

Монетарний режим інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом національної валюти було запроваджено в Україні у 2016 році. Даний режим прийшов на заміну режиму таргетування грошових агрегатів з плаваючим обмінним курсом (застосовувався 2014-2015 рр.) та режиму таргетування грошових агрегатів із стабілізацією обмінного курсу (застосовувався в 2012-2013 рр.) [1].

Перехід на нові правила встановлення цілей монетарної політики вимагав розробки та впровадження методологічного інструментарію для моніторингу ефектів та оцінки ефективності заходів монетарної політики, оцінки рівня їх адекватності поточним економічним проблемам. Відповідно до особливостей нового монетарного режиму ключовою ціллю монетарної політики стало досягнення стабільності національної грошової одиниці, під якою розуміється стабільність інфляції у середньостроковій перспективі та її закореність на рівні очікувань. Новий монетарний режим передбачає гнучкість обмінного курсу, що потенційно знижує валютні ризики для країни. До ключових особливостей нового монетарного режиму також відноситься використання рівноважного значення зростання ВВП, відхилення від якого впливатиме на рекомендований рівень жорсткості процентної політики.

Мета та завдання статті

Метою даного дослідження є обґрунтування підходів до удосконалення системи прийняття рішень з питань монетарної політики, а також визначення переліку

актуальних завдань центрального банку в контексті досягнення цілей цінової стабільності, фінансової стабільності та підтримки економічного зростання.

Виклад основного матеріалу дослідження

Як показали підсумки «жорсткого» циклу монетарної політики 2017-2019 рр., рішення, що приймалися Правлінням НБУ протягом останніх років, не були достатньо виваженими та збалансованими, особливо з точки зору досягнення цілей стійкого економічного зростання та забезпечення фінансової стабільності.

Монетарна політика проводилася із недостатньою увагою до цілі підтримки стійких темпів економічного зростання. Майже 2 роки Україна залишається лідером серед країн Східної Європи за рівнем реальної процентної ставки та жорсткості монетарних умов [2]. Однак, найприкріше те, що центральний банк перейшов до жорстких параметрів монетарної політики в умовах критично слабкого внутрішнього попиту та низького рівня заощаджень населення, що призвело до стагнації економіки та її подальшого падіння.

Політика НБУ в сфері забезпечення фінансової стабільності концентрувалась виключно на проблемах стійкості банків, при цьому поза увагою залишилось питання забезпечення ефективного функціонування інституту фінансового посередництва як елемента системи перерозподілу національних заощаджень. Політика високих процентних ставок згубно позначилась на фінансовій стійкості суб'єктів господарювання та державних фінансів. Критично знизився рівень кредитування реального сектору. В секторі державних фінансів суттєво зросла вартість державних запозичень. На жаль, НБУ не приділяв уваги зростанню макрофінансових ризиків у цих секторах економіки.

Політика НБУ на валютному ринку взагалі була помилковою. Фундаментальних чинників для відчутного зміцнення гривні (у 2019 р. реально на 19%) не існувало. Ревальвація гривні призвела до збитків підприємств, падіння доходів державного бюджету. В той же час Національний банк не скористався можливістю викупу валюти для поповнення валютних резервів, і в кризу 2020 р. Україна ввійшла з резервами, що на 20% відстають від нормативу за композитним критерієм МВФ.

На тлі означених штучно згенерованих проблем такі досягнення НБУ як завершення реформи банківської системи, імплементація міжнародних стандартів банківського регулювання, зниження рівня інфляції виглядають непереконливими і неповноцінними.

Система індикаторів і принципів ухвалення рішень, якими має керуватися центральний банк для здійснення грошово-кредитної та валютно-курсової політики, повинна бути достатньо вичерпною і комплексною як для ефективного реалізації функцій органу грошово-кредитного регулювання, так і для нівелювання ризиків прийняття хибних політичних рішень. В НБУ в якості основного аналітичного-прогнозного інструментарію супроводження прийняття рішень в рамках режиму інфляційного таргетування застосовується модельний апарат Квартальної прогнозної моделі (КПМ) [3].

Дослідженню питань формулювання напрямів та завдань монетарної політики в контексті збалансованого досягнення цілей монетарної політики присвячені роботи О. Бланшарда [4], Дж. Стігліца [5], Т. Сарджента [6], В. Гейця [7], Т. Єфименко [8], С. Шумської [9], В. Зимовця [10], Т. Унковської [11], О. Петрика [12] та ін. В Україні прикладними дослідженнями та вдосконаленням аналітичного інструментарію для прийняття рішень у сфері монетарної політики займалися такі фахівці як О. Петрик, С. Ніколайчук [12], В. Грунь [3] та ін.. Серед іноземних фахівців слід зазначити роботи Дж. Гал'ї [13], М. Вудфорда [14], А. Берга [15] тощо.

Зокрема, О. Бланшард та Дж. Стігліц звернули увагу на питання змін в дизайні монетарної політики, пов'язаних із необхідністю більш комплексного погляду на

проблеми фінансової стабільності та підтримки економічного зростання. Т. Сарджент поставив питання гармонізації монетарної та фіскальної політики й запропонував визначення терміну «фіскальне домінування» як ситуацію на грошово-кредитному ринку, за якої монетарний регулятор не в змозі вільно наслідувати цілі своєї політики у зв'язку з вагомим впливом державних бондів на ринок запозичень. У працях українських вчених В. Гейця, Т. Єфименко, С. Шумської, В. Зимовця, Т. Унковської відстоюються ідеї активної участі центрального банку в розв'язанні проблеми економічного зростання. В той же час в роботах українських фахівців О. Петрика, С. Ніколайчука, В. Груня та інших обґрунтовуються ідеї виключної концентрації роботи центрального банку на питаннях забезпечення стійкості банківської системи та стабільної й низької інфляції, а також пропонуються напрями імплементації модельного інструментарію монетарної політики в умовах України. Важливий вклад у розвиток методичного інструментарію планування монетарної політики зробили вчені Дж. Гал'ї, М. Вудфорд, А. Берг та інші, в роботах яких обґрунтовуються принципи так званої нео-кейнсіанської моделі економіки, досліджується роль очікувань у поведінці ключових монетарних індикаторів і висвітлюються практичні аспекти застосування моделей у монетарному аналізі.

Зважаючи на зазначене, метою даного дослідження є розробка пропозицій для удосконалення системи прийняття рішень з питань монетарної політики, а також визначення переліку завдань центрального банку і способів їх вирішення в контексті гармонійного досягнення цілей цінової стабільності, фінансової стабільності та підтримання стійких темпів економічного зростання, визначених Законом України «Про Національний банк України» [16].

В контексті проблематики даної статті авторами сконцентровано увагу на таких питаннях інформаційного забезпечення прийняття рішень з монетарної політики як:

- ❖ удосконалення системи оцінки фінансової стійкості економіки та її інституційних секторів економіки;
- ❖ обґрунтування середньострокових макроекономічних орієнтирів при встановленні параметрів монетарної політики.

Недооцінка ризиків фінансової стійкості інституційних секторів економіки може призводити до прийняття невірних рішень з грошово-кредитної політики.

Застосування монетарного режиму інфляційного таргетування (ІТ) призводить до перерозподілу грошових потоків економіки між процесами споживання та заощадження. Зокрема, у разі націленості монетарних інструментів на подолання інфляції має відбуватися переспрямування грошових потоків від надлишкового попиту (якщо такий є) до сфери заощаджень.

Тому для проведення виваженої політики ІТ надзвичайно важливо мати вичерпну інформацію про фінансовий стан інституційних секторів економіки, зокрема здійснювати моніторинг змін у їх фінансових активах та зобов'язаннях. Моніторинг фінансового стану інституційних секторів та оцінка ризиків їх фінансової стійкості здійснюються центральними банками провідних країн світу у співпраці з національними статистичними органами: складаються фінансові рахунки (секторів домашніх господарств, нефінансових корпорацій, фінансових корпорацій, сектора загальнодержавного управління), де відображаються зміни у фінансових активах та зобов'язаннях (наприклад, Європейський центральний банк акумулює таку інформацію в розрізі країн ЄС [17]).

На жаль, НБУ недооцінив ризики фінансової стійкості суб'єктів економічної діяльності України під час переходу до жорстких умов інфляційного таргетування (з кінця 2017 р.). Встановлення жорстких параметрів монетарної політики було здійснено в той період, коли рівень заощаджень населення знаходився на критично низьких рівнях: 3-4% наявного доходу (рис. 1). Такий рівень заощаджень спостерігався лише в середині 90-х років. Низький рівень заощаджень був викликаний суттєвим

падінням рівня доходів населення. Про це свідчить той факт, що 85-90% доходів населення в 1993-2000 рр. та 2015-2020 рр. направлялися на споживання, а в структурі споживчих витрат населення понад 50% займають продукти харчування та напої. Варто додати, що одним із факторів зниження рівня доходів населення була політика фіскальної рестрикції: первинний профіцит бюджету (тобто перевищення вилучених державним бюджетом коштів з економіки над обсягами спрямування бюджетних коштів в економіку) в середньому становив 1,9% ВВП протягом 2015-2019 років.

Якщо рівень доходів в країні є критично низьким, то споживчий попит населення є низькоеластичним і представленим переважно товарами першої необхідності (майже 50% витрат населення України припадає на продукти харчування та напої, тоді як в ЄС-28 – 17%, Польщі – 22%, Туреччині – 24%, Румунії – 32% [18]). Такий попит зазвичай не скорочується при зміні параметрів інфляційного таргетування, оскільки й так знаходиться на низькому рівні. А в разі недостатності поточних доходів для покриття споживчих потреб відбувається скорочення наявних заощаджень населення.

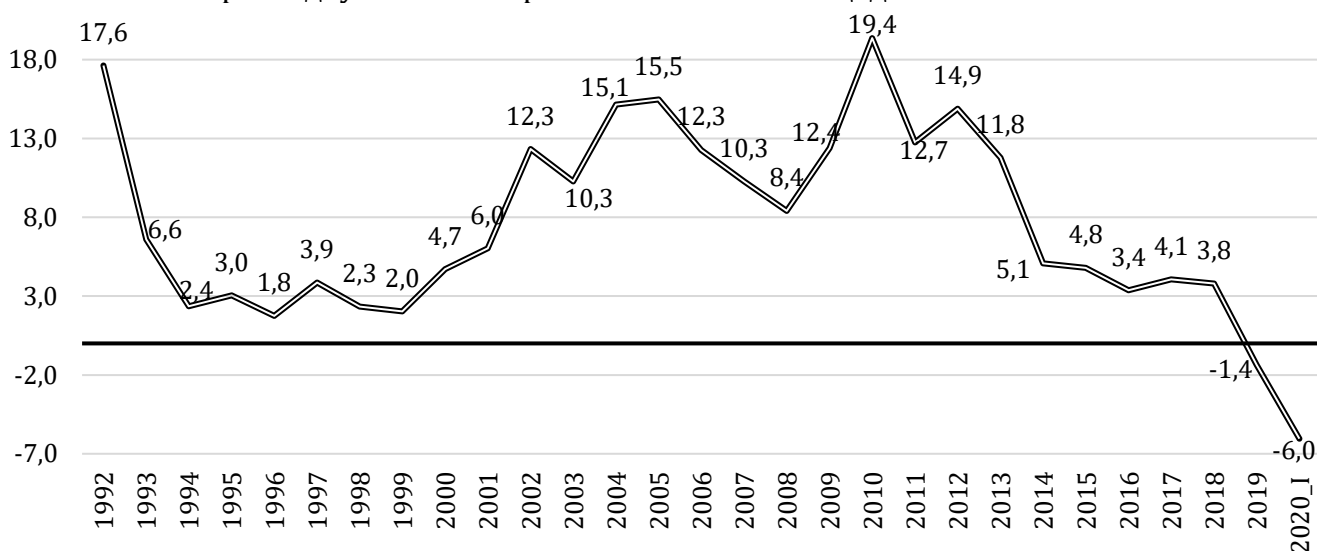


Рис. 1. Заощадження населення, % наявного доходу

Джерело: розраховано авторами за даними [24]

Саме це й відбувалось в Україні, де у 2018-2019 рр., у період активного застосування жорстких параметрів ІТ, обсяг фінансових та нефінансових активів населення скоротився (всупереч бажаному ефекту збільшення таких вкладень).

Заощадження населення (які й так знаходились на історичному мінімумі) ще більше знизилися, і з I кварталу 2019 р. й до цього часу – залишаються від'ємними. Тобто для здійснення необхідних витрат (на споживання, сплату податків, проценти, інші трансферти, інвестиції) населення додатково використовує наявні заощадження.

У таких умовах посилення жорсткості монетарної політики було контрпродуктивним, оскільки «надмірного» споживчого попиту в країні у 2016-2020 рр. просто не існувало. А це означає, що при застосуванні жорстких монетарних інструментів скорочувався не «надмірний» попит, а той необхідний попит, який потрібен для підтримання простого відтворення валового внутрішнього продукту. Як відомо, реальний ВВП протягом 2016-2019 рр. так і не відновився до рівня 2013 року.

Внаслідок штучного монетарного гальмування економічної активності рівень добробуту населення суттєво погіршився. Про це свідчить той факт, що в 2019 р. зроста частка доходу, спрямованого населенням на споживання (до 89%), а також вперше за всю історію незалежної України зафіксовано від'ємний приріст заощаджень населення (-1,4%) (рис. 1) і скорочення обсягу чистих фінансових активів, якими володіють домашні господарства (на 95 млрд. грн.) (рис. 2). Тобто в 2019 р. навіть з урахуванням

отриманих трансфертів із-за кордону населення для задоволення власних потреб у споживанні (та інших витратах) вперше за всю історію змушене було скорочувати власні накопичені заощадження. До речі, інша складова витрат населення – витрати на нефінансові активи (переважно на житлове будівництво) – почала скорочуватися ще з 2015 року, а в 2017-2019 рр. її падіння суттєво прискорилося – за 3 роки на 74 млрд грн). Ймовірною причиною цього стала активна трудова міграція за кордон та відповідно скорочення інвестицій в будівництво та ремонт житла населенням, що залишилось на території України.

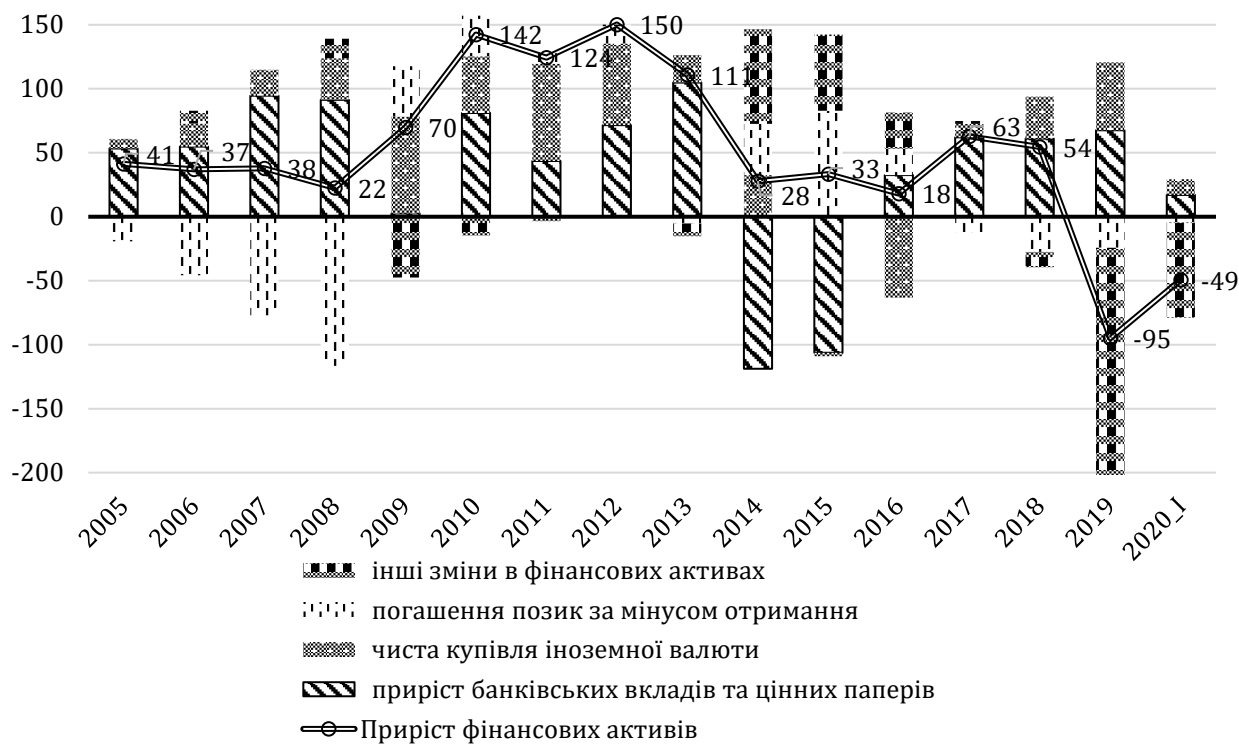


Рис. 2. Приріст фінансових активів населення, млрд грн

Джерело: розраховано авторами за даними [24]

В 2020 р. процес «проїдання» накопичених заощаджень, мультиплікований корона-кризою, суттєво посилюється: норма заощаджень вже становить мінус 6% наявного доходу, а фінансові активи населення лише за 1 квартал скоротилися на 50 млрд грн. Для порівняння, в країнах ЄС середня норма заощаджень населення протягом 2010-2019 становила 12%.

Із наведених на рис. 1 даних також видно, що високий рівень кредитування економіки в 2008-2013 рр. забезпечувався тим, що починаючи ще з 2002 р. доходи населення дозволяли спрямовувати 8-15% валових доходів на приріст фінансових активів (норма заощаджень сягнула навіть 19% у 2010 р.). Однак, починаючи з 2014 р. норма заощаджень населення впала до 5% і з тих пір лише погіршувалась.

Від’ємна норма заощаджень населення (починаючи з I кварталу 2019 р.) остаточно підірвала процес економічного відтворення в Україні. В нинішніх умовах, погіршених кризою корона-вірусу, відновлення, підтримання та розвиток внутрішнього попиту вбачається неможливим без застосування суттєвих стимулюючих заходів фіскальної та монетарної політики.

Таким чином, результат політики жорсткого ІТ в 2018-2019 рр., якщо дивитись на нього крізь призму поведінки споживачів, був протилежним бажаному, а значить контрпродуктивним.

На такі показники слід звертати увагу при проведенні монетарної політики (особливо в рамках режиму ІТ). Їх неврахування має колосальні макро-дестабілізаційні

наслідки, оскільки це підриває процес трансформації національних заощаджень в інвестиції і ставить країну в залежність від зовнішніх кредиторів.

Практика попередніх років не зобов'язувала Національний банк систематизувати та аналізувати інформацію про фінансові активи та зобов'язання небанківських інституційних секторів економіки. Зазначена інформація наразі агрегується Державною службою статистики України, однак строки її оприлюднення і рівень деталізації є недостатніми для використання в якості обґрунтування прийняття управлінських рішень.

Для підвищення якості та обґрунтованості рішень з питань монетарної політики доцільно запровадити в практику діяльності Національного банку моніторинг та аналіз фінансових активів і зобов'язань інституційних секторів економіки відповідно до стандартів, прийнятих в передовій світовій практиці, та розширити підходи до аналізу ризиків фінансової стійкості небанківських секторів економіки.

Іншою проблемою інформаційного забезпечення прийняття рішень з монетарної політики є обґрунтування збалансованих і оптимально поєднаних значень для середньострокового таргету інфляції та орієнтовного темпу приросту реального ВВП.

Ознаками збалансованої грошово-кредитної політики є не лише досягнення середньострокового таргету інфляції, але й його утримання в рамках визначеного цільового коридору протягом горизонту планування монетарної політики. А це є можливим лише за умови, що економічна система буде знаходитися в точці загальної рівноваги. Мовою параметрів моделі КПМ, всі економічні змінні будуть знаходитись на своїх рівноважних рівнях (включаючи інфляцію, ВВП, реальний курс тощо).

Тому числові значення таргету інфляції та рівноважного значення приросту ВВП відповідно до принципів роботи модельного інструментарію НБУ обираються (обґрунтовуються) на рівнях, які мали б забезпечити стійке економічне зростання в середньостроковому періоді.

В той же час, заниження таргету інфляції або заниження темпу рівноважного зростання реального ВВП підвищує ризик отримання помилкових модельних рішень щодо рівня ключової процентної ставки (тобто створює умови для необґрунтованого завищення процентної ставки).

Це впливає із логіки побудови моделі КПМ, яка в своїй основі містить систему економічних тотожностей, таких як рівняння Філіпса для інфляції, рівняння непокритого процентного паритету, рівняння для моделювання розриву ВВП, правило Тейлора. В сукупності вони становлять так звану «неокейнсіанську модель економіки» [3, 13], серед фундаментальних принципів якої міститься прямий позитивний зв'язок між ставкою процента, темпами інфляції та додатнім розривом ВВП.

Тут слід зробити одне методологічне уточнення. В моделі КПМ використовується параметр зростання потенційного ВВП. Однак, оскільки відповідно до принципів середньострокового планування монетарної політики в кінці її горизонту має забезпечуватися рівність фактичного ВВП потенційному (так само як і рівність інфляції її таргету та ін..), то по суті в якості середньострокового орієнтиру модель КПМ оперує значенням зростання фактичного реального ВВП.

Поширеною світовою практикою визначення темпу рівноважного зростання ВВП є його обчислення на основі усереднення ретроспективних значень. Однак очевидно, що реалії економіки України, яка з часів незалежності пережила 3 банківських, 3 валютних та 2 боргових кризи (дані Світового банку [19]) – не можуть бути надійною основою для встановлення орієнтирів рівноважного середньострокового зростання реального ВВП.

Національний банк України при проведенні монетарної політики у 2019 р. використовував орієнтовний темп рівноважного ВВП у 3,7%, а в 2020 р. – 4% на рік [20, 21]. На нашу думку, такі темпи економічного зростання є заниженими і за таких темпів гармонійний розвиток національної економіки є неможливим.

Нинішній рівень життя в Україні (за показником ВВП на 1 жителя по ПКС) складає близько 40% від середнього рівня життя наших географічних сусідів – країн Східної Європи (в 2013 було 45%, в 2008 р. – 50%) [22]. При цьому в зазначених країнах середній темп зростання реального ВВП за останні 3 роки становив 3,8%. Очевидно, що при консервації зростання економіки України на рівні 4% на рік, розрив рівня життя між Україною і сусідніми країнами майже не змінюватиметься. А отже будуть і надалі поглиблюватися макроекономічні дисбаланси, викликані втратою трудових ресурсів та основного капіталу внаслідок менш сприятливих економічних умов в Україні порівняно з її географічними сусідами. Тому скорочення зазначеного розриву та гармонійний розвиток усіх секторів економіки повинні неодмінно закладатися до стратегічних документів розвитку України та вбачаються єдиним джерелом забезпечення довгострокової стабільності темпів економічного зростання та стійкості економіки до можливих криз.

Рівняння моделі КПМ побудовані в такий спосіб, що заниження орієнтовного значення темпу приросту ВВП будуть штовхати «рекомендовану» процентну ставку (Policy Rate) вгору, оскільки будь-яке перевищення визначеного рівноважним темпу реального ВВП буде сприйматися моделлю як надмірне. Ще одним джерелом підвищення тиску на рівень процентної ставки може стати той факт, що інфляційний таргет у 5% за нинішніх умов розширення фіскальних та монетарних стимулів підтримки економіки теж вбачається доволі жорстким. Ми ризикуємо знову стикнутися з проблемою декредитування та демонетизації економіки на зразок 2018-2019 років.

Вбачається доцільним встановити орієнтовний темп зростання ВВП у середньостроковій перспективі на рівні 6%. Такий темп зміг би забезпечити помітне скорочення розриву в рівнях життя між Україною та її географічними сусідами і в такий спосіб сприяти відродженню надії українців жити і працювати в Україні.

Авторами за даними МВФ проаналізовано динаміку економічного зростання країн світу, які у проміжку часу з 1990 по 2020 рік досягли рівня доходів у 20000 дол. за паритетом купівельної спроможності (ПКС) на 1 жителя (всього таких країн – 21). Встановлено, що середній темп річного зростання реального ВВП вказаних країн за 5 років до досягнення зазначеного рівня доходів становив 6,1% ВВП (табл. 1).

Із вибірки були виключені острівні країни, а також не брались до уваги роки світових фінансових криз 2007-2008 рр. і 1997 року. Лише в 3 країнах з 21 середні темпи зростання ВВП були нижче 4% - Уругвай, Болгарія, Румунія.

Примітним є той факт, що інфляція в тих самих країнах та за ті ж роки становила в середньому 5,8% на рік. Тобто з певних міркувань інфляційний таргет для України в 5% теж можна вважати дещо заниженим.

Іншими аргументами для підвищення рівноважного значення зростання ВВП України є низька база порівняння та потенціал внутрішнього ринку, який був штучно стиснений протягом останніх 5-ти років.

Однією з головних вад монетарної політики 2017-2019 рр. була невиваженість пріоритетів при досягненні цілей політики центрального банку. Виключна пріоритизація інфляційної цілі над іншими цілями призвела до виникнення таких макроекономічних дисбалансів як зниження норми заощаджень та їх скорочення, зниження рівня кредитування та монетизації економіки, надмірна волатильність обмінного курсу, зниження цінової конкурентоспроможності національних виробників та падіння обсягів промислового виробництва, загострення боргових проблем державних фінансів.

Для нівелювання вказаних вад авторами пропонується сформулювати завдання монетарної політики, пов'язані з досягненням цілей фінансової стабільності та підтримки економічного зростання в такий спосіб, щоб вони гармонійно поєднувалися

з інфляційною ціллю та забезпечували економіку від дестабілізуючих ефектів при надмірній пріоретизації однієї з цілей.

Таблиця 1. Темпи зростання реального ВВП в країнах, що досягли рівня доходів у 20000 дол. за ПКС у постійних цінах 2011 р.

(за винятком років світових фінансових криз 2007-2008 рр. та 1997 року)

Країна	Рік досягнення рівня доходів у 20000 дол. на 1 жителя	Середній темп ВВП за 5 років до досягнення рівня доходів у 20000 дол.	ВВП за ПКС на 1 жителя в 2019 р. (в постійних цінах 2011 р.)	Середня інфляція протягом 5 років до досягнення рівня доходів у 20000 дол.
Болгарія	2018	3.26	21389	0.2
Чилі	2011	5.35	22976	5.0
Хорватія	2006	4.85	24182	2.4
Чехія	1996	4.38	33904	8.9
Естонія	2004	7.44	31599	3.6
Угорщина	2003	4.09	29771	7.7
Казахстан	2011	8.80	25358	10.0
Південна Корея	2000	8.84	39060	4.1
Латвія	2007	9.88	27245	7.8
Литва	2006	7.80	32155	1.6
Малайзія	2007	5.89	28706	2.4
Панама	2015	7.76	23416	3.2
Польща	2008	5.22	29607	2.8
Португалія	1991	6.17	29391	11.1
Румунія	2016	3.54	24618	1.2
Росія	2006	6.76	25943	11.7
Словаччина	2006	6.08	31890	5.0
Словенія	1997	4.17	33430	13.8
Тайвань	1993	7.55	48085	3.9
Туреччина	2013	7.58	24805	7.8
Уругвай	2017	2.51	20586	8.2
В СЕРЕДНЬОМУ		6.09	28958	5.8
Довідково: Україна	-	-	8561	

Джерело: розраховано авторами за даними [25]

Досягнення цілі Національного банку щодо забезпечення фінансової стабільності має здійснюватися через комплекс заходів спрямованих на:

- ❖ підтримку здорового функціонування інституту фінансового посередництва;
- ❖ підвищення надійності ключових елементів інфраструктури грошово-кредитного і валютного ринку;
- ❖ підвищення стійкості фінансової системи до системних ризиків та адекватну оцінку і прийняття ризиків учасниками ринку;
- ❖ посилення захисту прав кредиторів і вкладників;
- ❖ підвищення рівня корпоративного управління та чесної конкуренції у фінансовому секторі.

Середовище стабільної інфляції та стійких темпів економічного зростання сприятиме досягненню фінансової стабільності. Це відбуватиметься завдяки стабілізації інфляційних очікувань разом з забезпеченням ефективного перерозподілу фінансових ресурсів, усуненням ризиків критичного погіршення ліквідності в інституційних секторах економіки, а також поверненням довіри населення до гривні та довіри до банків та інших фінансових структур.

Ефективне функціонування інституту фінансового посередництва та покращення доступу до кредитного ресурсу сприятиме зниженню потреби реального сектора у здійсненні зовнішніх запозичень, що знижуватиме ризики зовнішньої вразливості економіки.

Національний банк повинен здійснювати постійний моніторинг стабільності фінансової системи, застосовуючи інструменти макропруденційної політики для згладжування циклічних коливань та коригування негативних зовнішніх ефектів, таких як надмірне зростання боргового навантаження та концентрація ризиків.

Необхідним є запровадження систематичного моніторингу та аналізу змін у фінансових активах і зобов'язаннях інституційних секторів економіки для оцінки ризиків фінансової стійкості небанківських секторів економіки, посилення виваженості рішень з грошово-кредитної політики.

Лібералізація руху капіталу також має супроводжуватися вичерпним моніторингом та аналізом можливих ризиків зовнішньоекономічної вразливості.

Досягнення цілі щодо фінансової стабільності також має забезпечуватися в рамках співпраці Національного банку з Урядом та іншими регуляторами (зокрема в межах роботи Ради з фінансової стабільності) з питань регулювання первинного ринку нерухомості, проблемних кредитів банків, стратегії реформування державних банків, поширення безготівкових розрахунків.

Досягнення цілі Національного банку щодо підтримки стійких темпів економічного зростання має здійснюватися через комплекс заходів спрямованих на:

- ❖ дотримання умов стабільної інфляції в рамках допустимого діапазону відхилень від таргету;
- ❖ упередження необґрунтованих фундаментальними факторами коливань обмінного курсу;
- ❖ ефективне функціонування механізму фінансового посередництва;
- ❖ зростання рівня монетизації та кредитування економіки.

Індикатором досягнення стійкості економічного зростання є стабілізація темпів зростання реального ВВП на рівні визначеного середньострокового орієнтиру при одночасному забезпеченні рівності між його фактичним та потенційним значенням.

Середньостроковий орієнтир річного зростання реального ВВП є екзогенним параметром для політики Національного банку і визначатиметься з врахуванням прогнозів Уряду, залучення оцінок наукових та експертних кіл України.

Стабільність цін є важливим, але не єдиним фундаментальним фактором забезпечення стійких темпів економічного зростання.

Стабільність темпів інфляції буде створювати передумови для передбачуваності макроекономічного середовища, що у свою чергу позитивно впливатиме на інвестиційні настрої та знижуватиме цінові ризики для бізнесу.

Функціонування механізму фінансового посередництва спрямовуватиметься на забезпечення ефективного використання та перерозподілу національних заощаджень в тій їх частині, яка пов'язана із заощадженнями у банківській системі.

Відновлення та активізація кредитного процесу розширюватиме можливості підприємств для здійснення інвестиційної діяльності, підвищуватиме фінансову глибину економіки та рівень її монетизації.

Протидія фундаментально необґрунтованим змінам реального ефективного обмінного курсу буде мінімізувати можливі шоківі зміни цінової конкурентоспроможності українських виробників.

Заходи Національного банку з підтримки кредитування мають включати:

- ❖ проведення виваженої процентної політики з врахуванням рівня жорсткості монетарних умов для реального сектора економіки;
- ❖ розвиток інструментів інвестиційного рефінансування кредитів банків, включаючи застосування інструментів з фіксованою та/або пільговою процентною ставкою;
- ❖ спрощення та пом'якшення процедур оцінки кредитних ризиків;

❖ співпрацю з Урядом з питань реалізації програм, направлених на підвищення доступності кредитів для суб'єктів підприємництва та формування довгострокових інвестиційних ресурсів економічного зростання;

❖ проведення операцій купівлі/продажу на вторинному ринку державних цінних паперів з метою регулювання його ліквідності, посилення конкуренції та вивільнення банківських ресурсів, задіяних у фінансуванні дефіциту державного бюджету, для потреб кредитування бізнесу.

Доцільно збільшити інвестиційне рефінансування банків щонайменше до рівня 3% ВВП в середньостроковій перспективі, що відповідає рівню таких країн як Грузія, Угорщина, Вірменія.

Реалізація зазначених заходів сприятиме економічному розвитку країни шляхом мінімізації ризиків надмірної волатильності інфляції й обмінного курсу та стимулювання підвищення рівня монетизації економіки. Підвищення рівня кредитування та монетизації економіки стане одним із факторів формування потужного внутрішнього ринку та підвищення стійкості економіки до шоків впливів, що в середньо- та довгостроковій перспективі буде забезпечувати надійне підґрунтя для збереження стабільної та низької інфляції.

Співпраця Національного банку з Урядом має відбуватися в напрямку посилення координації монетарної та фіскальної політики, сприяння структурним реформам економіки та фінансової системи, формування доступних кредитних ресурсів для інвестицій і економічного зростання.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Підсумовуючи викладене можна зробити наступні висновки.

Як показав досвід монетарного регулювання економіки України, прогалини в інформаційній підтримці прийняття рішень з монетарної політики можуть мати суттєві дестабілізаційні наслідки для економіки.

Інфляція та дефіцит бюджету є далеко не єдиними індикаторами макроекономічної стабільності. Наприклад, Єврокомісія для оцінки макроекономічних дисбалансів використовує 14 показників не рахуючи 5 показників, передбачених Маастрихським договором [23].

Тому в контексті визначення перспективних параметрів монетарної політики, особливо в умовах країни, що має несформовані ринки, важливо володіти широким спектром індикаторів, які прямо чи опосередковано характеризують ефекти від прийнятих політичних рішень.

Моніторинг та аналіз змін в нормі національних заощаджень та в більш широкому контексті – змін в фінансових активах та зобов'язаннях інституційних секторів економіки – може бути важливим джерелом інформації про економічні ефекти монетарної політики.

При плануванні монетарної політики важливо правильно оцінити середньостроковий орієнтир щодо темпу зростання реального ВВП, оскільки його зниження призводитиме до необґрунтованого встановлення надмірно високої ключової процентної ставки, як тільки економіка почне динамічно розвиватися.

Слід пам'ятати, що рівноважний темп зростання ВВП (так само як і таргет інфляції) - це не прогнозний, а орієнтовний темп ВВП, за якого буде забезпечуватися довгострокова стабільність в економіці (в умовах загальної економічної рівноваги).

Автори прийшли до висновку, що рівноважним темпом зростання реального ВВП на нинішньому етапі розвитку економіки України може бути значення на рівні близько 6% на рік, що відповідає емпіричному досвіду країн світу, які перебували в співставних економічних умовах.

Задля гармонізації цілей монетарної політики необхідно модифікувати завдання НБУ, спрямовані на досягнення фінансової стабільності та підтримки економічного зростання в частині:

- ❖ забезпечення оптимального поєднання таргету інфляції та орієнтовного темпу потенційного ВВП;
- ❖ забезпечення ефективного функціонування інституту фінансового посередництва як складової системи перерозподілу національних заощаджень;
- ❖ підтримання стабільності як у контексті забезпечення умов низької інфляції (в межах коридору), так і в контексті динаміки змін обмінного курсу (в межах відхилень, обґрунтованих фундаментальними факторами);
- ❖ розвитку інструментів інвестиційного рефінансування комерційних банків;
- ❖ стимулювання підвищення рівня монетизації економіки.

Список літератури

1. International Monetary Fund “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2019/04/24/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2018-46162>
2. Данилишин Б., Богдан І., Богдан Т. Модернізація монетарної політики України в контексті стабілізації економіки та посткризового зростання // *Економіка України*. - 2020. - № 6. – С. 3-19.
3. Грунь В., Вдовиченко А. Квартальна прогнозна модель для України. Робочі матеріали НБУ, 3/2019. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kvartalna-proektsiyna-model-dlya-ukrayini>
4. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy // IMF Staff Position Note, February 12, 2010. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
5. Stiglitz. J. The failure of inflation targeting // Project Syndicate. 2008. May. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>
6. Sargent T., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall 1981. URL: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>
7. Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи. *Економіка України*. 2009. № 2. С. 5–23.
8. Єфименко Т. Розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України. *Економіка України*. 2017. № 12. С. 13-33.
9. Шумська С. Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні. *Економіка та прогнозування*. 2015. №3. С. 21-41. (doi: 10.15407/eip2015.03.021).
10. Зимовець В., Шелудько Н. Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження: [розділ книги]. URL: <http://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/11488>
11. Унковська Т. Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання. *Економіка і прогнозування*. 2004. № 2. С. 89-100.
12. Петрик О., Ніколайчук С. Визначення оптимального рівня інфляції для України. *Вісник Національного банку України*. 2007. № 6. С. 10-22.
13. Gal’i J., Monacelli T. Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy. URL: <http://www.crei.cat/wp-content/uploads/users/pages/roes8739.pdf>
14. Вудфорд М. Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль. *Вопросы экономики*. 2014. № 10. С. 44-55.

15. Berg, A., Karam, P., Laxton D. Practical Model-Based Monetary Policy Analysis – A How-To Guide. IMF Working Paper, 06/81. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0681.pdf>
16. Верховна Рада України (1999). Закон України «Про Національний банк України від 20 травня 1999 року № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14/print>
17. European Central Bank. Statistical Data Warehouse. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002779>
18. European Commission. Eurostat. Data. Database. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
19. Kose M., Nagle P., Ohnsorge F, Sugawara N. Global Waves of Debt: Causes and Consequences. World Bank Group. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/279031577823091771/Global-Waves-of-Debt-full-report.pdf>
20. Інфляційний звіт. Національний банк України, липень 2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2019-Q3.pdf?v=4
21. Інфляційний звіт. Національний банк України, квітень 2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q2.pdf?v=4
22. World Economic Outlook / International Monetary Fund, April 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>
23. United Nation «Development and globalization facts and figures 2016». URL: <https://stats.unctad.org/Dgff2016/DGFF2016.pdf>
24. Державний комітет статистики України. «Економічна статистика/Національні рахунки». URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm
25. МВФ. «World Economic Outlook Database». URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2020/01/weodata/index.aspx>

References

1. International Monetary Fund «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2019/04/24/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2018-46162>.
2. Danylyshyn, B., Bohdan, I., Bohdan, T. (2020). «Modernization of monetary policy of Ukraine in the context of economic stabilization and post-crisis growth». *Ekonomika Ukrayiny*. no. 6, pp. 3-19.
3. Hrun', V., Vdovychenko, A. (2019). Kvartal'na prohnozna model' dlya Ukrayiny. *Robochi materialy NBU*. no. 3. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kvartalna-proektsiyna-model-dlya-ukrayini>.
4. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, no. 12. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.
5. Stiglitz, J. (2008). The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>.
6. Sargent, T., Wallace, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Available at: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>.
7. Heyets', V. (2009). «Macroeconomic assessment of monetary and exchange rate policy of Ukraine before and during the financial crisis». *Ekonomika Ukrayiny*. no. 2. pp. 5-23.
8. Yefymenko, T. (2017). «Development of institutional principles of interaction of fiscal and monetary policies of Ukraine». *Ekonomika Ukrayiny*. no. 12, pp. 13-33.

-
9. Shums'ka, S. (2015). «Monetary policy and recovery of economic growth in Ukraine». *Ekonomika ta prohozuvannya*. no. 3, pp. 21-41.
 10. Zymovets', V., Shelud'ko, N. «Monetary stimulation of economic recovery of Ukraine: potential opportunities and real constraints». Available at: <http://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/11488>.
 11. Unkovs'ka, T. Ye. (2004). «Transmission mechanism of monetary policy in the context of economic growth». *Ekonomika i prohozuvannya*. no. 2, pp. 89-100.
 12. Petryk, O., Nikolaychuk, S. (2007). «Determining the optimal level of inflation for Ukraine». *Visnyk Natsional'noho banku Ukrayiny*. no. 6, pp. 10-22.
 13. Gal'I, J., Monacelli, T. Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy. Available at: <http://www.crei.cat/wp-content/uploads/users/pages/roes8739.pdf>.
 14. Vudford, M. (2014). «Inflation targeting: improve, not write off». *Voprosy jekonomiki*. no. 10, pp. 44-55.
 15. Berg, A., Karam, P., Laxton, D. (2006). Practical Model-Based Monetary Policy Analysis – A How-To Guide. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0681.pdf>.
 16. Pro Natsional'nyy bank Ukrayiny. Zakon Ukrayiny. (1999). [On the National Bank of Ukraine: Law of Ukraine]. No. 679-XIV dated May 20, 1999. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14/print>.
 17. European Central Bank. Statistical Data Warehouse. Available at: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002779>.
 18. European Commission. Eurostat. Data. Database. Available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
 19. Kose, M., Nagle, P., Ohnsorge, F, Sugawara, N. Global Waves of Debt: Causes and Consequences. Available at: <http://pubdocs.worldbank.org/en/279031577823091771/Global-Waves-of-Debt-full-report.pdf>.
 20. Inflation Report. National Bank of Ukraine, July 2019. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2019-Q3.pdf?v=4.
 21. Inflation Report. National Bank of Ukraine, April 2020. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q2.pdf?v=4.
 22. World Economic Outlook / International Monetary Fund, April 2020. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.
 23. United Nation «Development and globalization facts and figures 2016». Available at: <https://stats.unctad.org/Dgff2016/DGFF2016.pdf>.
 24. State Statistics Committee of Ukraine. «Economic Statistics / National Accounts». Available at: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm.
 25. World Economic Outlook Database. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2020/01/weodata/index.aspx>.

Стаття надійшла до редакції 05.03.2020 р.