МАКРОЕКОНОМІКА

УДК 336, 338, 339

Станіслав Буковинський

Тетяна Унковська

ДО ПИТАННЯ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Сьогодні, коли Національний банк України здійснив перехід до режиму гнучкого валютного курсу, виникає багато питань і дискусій щодо доцільності цього кроку. У цій статті проблему вибору валютного режиму розглянуто в контексті оптимізації стратегії монетарної політики НБУ з урахуванням сучасних економічних умов і світового досвіду в розв'язанні проблем цього типу.

Ключові слова: валютний режим, фіксований валютний курс, гнучкий валютний курс, трилема неможливості Манделла, рівновага, стратегія монетарної політики.

JEL: E400; E420, F200.

Відсутність своєї стратегії прирікає
на стан жертви чужої тактики.
У. Черчилль

Національний банк України є одним із ключових регуляторів, що впливає не лише на розвиток банківської системи й економіки загалом, але і, через валютний курс і процентні ставки, на фінансовий стан бізнесу і населення. Тому надзвичайно важливими чинниками зростання довіри до Національного банку є оптимальне монетарне регулювання, а також його активна комунікаційна політика, цілеспрямовані зусилля з пояснення своїх тактичних і стратегічних дій учасникам ринку, населенню, міжнародному співтовариству. В умовах загострення економічних і зовнішньополітичних викликів для України зважена позиція вчених і експертів у сфері грошово-кредитної політики в дискусіях щодо цих питань є не лише їхнім правом, а і певною мірою громадянським обов'язком.

У цій статті подано систему наукових аргументів оптимізації політики Національного банку України, зокрема, вибору валютного режиму і загалом стратегії монетарної політики.

Концепція стратегії монетарної політики

Національний банк має потужні важелі впливу на розвиток банківської системи і грошового ринку, проте спектр його дій законодавчо об-

Буковинський Станіслав Альбінович (ec-teor@ief.org.ua), канд. екон. наук, доц.
Унковська Тетяна Євгеніївна (unkovskaya@ukr.net), д-р екон. наук, провідний науковий співробітник відділу економічної теорії ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

© С.Буковинський, Т.Унковська, 2014

межений його фундаментальною функцією – забезпеченням стабільності національної грошової одиниці та пріоритетною ціллю – підтриманням цінової стабільності. У тій частині, в якій це не суперечить головному пріоритету, НБУ має також сприяти фінансовій стабільності та підтримці стійких темпів економічного зростання. Зрозуміло, що інфляція, фінансова стабільність і економічне зростання – це ті кінцеві ефекти, які є явними для всіх, проте вони формуються в результаті прихованих глибинних і складних механізмів взаємодії інституційної структури економіки, макроекономічного регулювання, інвестиційних процесів, а також глобальних впливів і зовнішніх шоків. Тобто Національний банк в умовах системної невизначеності та ризиків, значна частина яких перебуває за межами його впливу, має дотримуватися такої *оптимальної стратегії монетарної політики,* яка забезпечує цінову стабільність як основу фінансової стабільності й економічного зростання. Під стратегією монетарної політики розуміють систему фундаментальних принципів і правил, на базі яких центральний банк вибудовує свою монетарну і валютно-курсову політику. Точніше тлумачення цього терміна дає Європейський центральний банк (ЄЦБ): ***стратегія монетарної політики*** (Monetary Policy Strategy – MPS) – це система цілей, інструментів, індикаторів і принципів ухвалення рішень, якими керується центральний банк за здійснення монетарної та валютно-курсової політики. Сьогодні MPS для центральних банків різних країн – це гнучка система взаємопов'язаних елементів, спрямована на стратегічне регулювання, зокрема на мінімізацію найбільш руйнівних ризиків для даної країни. Зокрема, для країн Європейського Союзу одним із серйозних ризиків сьогодні є ризик дефляції, тобто небезпечне відхилення донизу від цільового орієнтиру індексу цін. Стратегія монетарної політики Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) містить три ключові складові[1]:

– фундаментальну ціль ЄСЦБ як головний пріоритет – забезпечення цінової стабільності у країнах ЄС;

– кількісне визначення цінової стабільності як підтримання в середньостроковому періоді цільового значення *річного гармонізованого індексу інфляції* (Harmonized Index of Consumer Prices – HICP) *на рівні близько 2%;*

– превентивну оцінку ризиків порушення цінової та фінансової стабільності на підставі двоопорного підходу (Two-Pillar Approach), за допомоги якого формується аналітична картина фінансових і економічних процесів у короткостроковому і довгостроковому аспектах. *Перша опора (економічний аналіз)* передбачає оцінку ризиків у короткостроковому і середньостроковому аспектах на базі аналізу широкого спектру економічних і фінансових змінних, які справляють вплив на цінову стабільність. Цей спектр містить параметри активності в реальному секторі, тенденції в ціноутворенні, формуванні витрат, заробітних плат; параметри фіскального сектора, прибутковості урядових облігацій; валютні курси; індекси підприємницької та споживчої впевненості; суттєві індикатори фінансових ринків. *Друга опора (монетарний аналіз)* передбачає оцінку впливу монетарних агрегатів на пропозицію грошей і цінову стабільність у довгостроковій перспективі. Цей аналіз містить тенденції монетарної та кредитної динаміки, їх впливу на інфляцію й економічне зростання в ЄС. Аналіз динаміки грошових агрегатів використовують і для оцінки імплементації стратегії монетарної політики ЄСЦБ.

[1] Див.: http://www.ecb.europa.eu.

Після драматичних уроків поточної глобальної кризи стратегія монетарного регулювання отримала ширше тлумачення і значення її оптимізації істотно зросло. Очевидною стала небезпека короткострокових кон'юнктурних політик поза рамками ефективної стратегії, яка враховує нагромадження фундаментальних дисбалансів і системних ризиків. У зв'язку з цим у фінансовому і монетарному регулюванні економік розвинених країн відбуваються глибокі інституційні реформи. Вони націлені на підвищення уваги до забезпечення фінансової стабільності та створення регуляторів системних ризиків: European Systemic Risks Board у ЄС за участі ЄЦБ, Financial Policy Committee у Великій Британії за участі Банку Англії, Financial Stability Oversight Council у США за участі ФРС, комітети і департаменти з управління системними ризиками у структурі центральних банків різних країн. Відбувається реформування Базельських стандартів (Basel III), спрямоване на подолання проциклічності регулювання і на підвищення вимог до капіталу і ліквідності банківської системи. Залежно від специфіки внутрішніх дисбалансів і особливостей зовнішніх шоків здійснюють зміни стратегій монетарної політики центральних банків з метою їх оптимізації. Цікавим є, зокрема, досвід Банку Японії, який у квітні 2013 року впровадив нову стратегію монетарної політики – Стратегію кількісного і якісного пом'якшення (Qualitative and Quantitative Easing – QQE) – для подолання ризиків поглиблення дефляції, що має в Японії 15-річну історію. Банк Японії спільно з урядом реалізує програму реформ "Подолання дефляції та досягнення сталого економічного зростання"[2], яка вже привела до значного прогресу – позитивного значення індексу інфляції та збільшення темпів економічного зростання.

В умовах зростаючої незбалансованості глобальних ринків, складних зовнішньополітичних і економічних викликів оптимізація стратегії монетарної політики Національного банку України – це та необхідна відповідь з боку грошово-кредитного регулювання, яка дозволить пом'якшити зовнішні шоки і створить основу для забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Передумови і напрямки оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України

Вихідні передумови. У процесі реформування стратегії монетарної політики важливим є розуміння необхідності системного підходу і чіткої координації фіскальної, монетарної, валютно-курсової та структурної економічної політики, оскільки вони є різними інструментами цілісного механізму макрорегулювання. Практика показує, що пошук оптимального способу використання одного з цих інструментів без зв'язку з іншими є недоцільним. Відомо, що в умовах різних режимів валютного курсу і монетарна, і фіскальна політика працюють по-різному і приводять до різних результатів. Окрім того, цілком раціональна монетарна політика в поєднанні з невідповідною їй фіскальною політикою може призвести до "несподіваних" негативних наслідків і зростання ймовірності кризи. У дослідженнях Нобелівського лауреата Роберта Манделла показано, що кожен інструмент макрорегулювання за різних валютних режимів виявляє різну специфіку впливу на ринки, при цьому спроби використовувати фіскальну, монетарну і валютно-курсову політики без урахування їх взаємовпливу

[2] http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122c.pdf.

призводять до циклічних коливань, які росхитують економічну систему і підштовхують її до кризи. З цієї точки зору за відсутності системної координації непродуктивність дискусій на тему: "Що таргетувати – інфляцію чи економічне зростання, валютний курс чи інший номінальний якір?" є наслідком некоректної та надто вузької постановки завдання. Правильнішим було б ставити завдання адекватного вибору стратегій фіскальної, монетарної та зовнішньоторговельної політик у цілісній системі оптимального макрорегулювання для існуючих стартових умов і з урахуванням найбільш загрозливих системних ризиків. Розв'язання цього завдання базується на розумінні законів динаміки і взаємозв'язку станів внутрішньої та зовнішньої рівноваги економіки. Внутрішня рівновага – це стан збалансованого економічного зростання за умов цінової стабільності. Тобто це суміщення рівноваги на внутрішніх товарному і грошовому ринках країни, що забезпечує оптимальне поєднання темпів інфляції й економічного зростання. Зовнішня рівновага – це збалансований стан платіжного балансу, тобто динамічна рівновага потоків валютних ресурсів, спрямованих у країну і з країни, що є основою стабільності валютного ринку і курсу національної валюти. Головна ідея координації полягає в тому, що ***стратегічним орієнтиром макроекономічного регулювання має бути одночасне підтримання динамічних станів зовнішньої та внутрішньої рівноваги,*** спрямоване на досягнення сталого зростання добробуту нації. Саме ця ціль як результат реалізації системи підцілей (оптимальної динаміки темпів інфляції, економічного зростання, зайнятості, платіжного балансу і т. д.) має об'єднувати в єдину систему узгоджену взаємодію всіх інститутів та інструментів макрорегулювання.

Без стратегічного системного підходу, що враховує ці складні взаємозв'язки, ухвалення ключових рішень може наражатися на ризики суперечливого впливу короткострокових фінансових і політичних інтересів різних впливових груп, вимог МВФ, інших установ, розрізнених порад закордонних експертів. Країни, що успішно пройшли реформування і показують високі темпи економічного розвитку, досягли цього по-різному, але їх об'єднує одне – перетворення були системними, і, крім того, вони були розроблені зсередини тими, хто відчував проблеми і потреби своїх країн.

У працях багатьох учених, зокрема Нобелівських лауреатів Яна Тінбергена, Роберта Манделла, Маркуса Флемінга, Джозефа Стігліца, досліджено можливості та способи досягнення внутрішньої та зовнішньої рівноваги економік різного типу під впливом різних інструментів макрорегулювання. Вони показали, що можливості досягнення економікою зовнішньої та внутрішньої рівноваги вирішальним чином залежать від вибору режиму валютного курсу. За різних режимів вплив монетарної та бюджетно-податкової політик на можливості досягнення економікою станів внутрішньої та зовнішньої рівноваги суттєво відрізняється. Розглянемо глибше практичну проблему вибору режиму валютного курсу.

Розв'язання проблеми вибору валютного режиму. Важливою складовою стратегії монетарної політики Національного банку є вибір валютного режиму і валютно-курсової політики загалом. Оскільки валютно-курсова політика є одним із найпотужніших і швидкочинних важелів макрорегулювання, її використання вимагає особливої обережності. З одного боку, вона може дати швидкі та масштабні результати, з іншого – бути джерелом надмірних ризиків і загострення нестабільності. Зрозуміло, що питання валютно-курсової політики глибоко зачіпають економічні інтереси і

політичні амбіції різних груп, впливають на реальний сектор, платіжний баланс, банківську систему, бюджетну сферу, добробут населення, настрої інвесторів і динаміку потоків капіталу. Такий масштаб дії динаміки валютного курсу підсилює мотивацію різних сил впливати на валютно-курсову політику на власну користь і підвищує відповідальність НБУ за свої рішення з точки зору їх ефективністю для економіки загалом. Батько "німецького економічного дива" Людвіг Ерхард писав: "Хоча в будь-якій економіці й існують групові інтереси, не вони мають визначати лінію економічної політики. Зіткнення групових інтересів не веде до конструктивного синтезу. Не можна допустити розпаду народного господарства на складові частини – групові інтереси. Не можна йти шляхом руйнування, віддалятися від того всеосяжного, справжнього порядку в господарському житті, який один лише здатний гарантувати гармонію в соціальному житті народу. Тому нашим найважливішим завданням має бути запобігання цій небезпеці" (2001).

У цьому контексті режим фіксованого валютного курсу в умовах недостатньо зваженої бюджетної та боргової політики створює підґрунтя для зловживань і перекладання валютних ризиків бізнес-структур і приватних осіб на державу, тобто на плечі всіх платників податків. Рівень валютного курсу в цьому разі стає політичною змінною і предметом маніпуляцій, що обслуговують інтереси найвпливовіших бізнес-груп. *В умовах інтенсивної монетизації дефіциту бюджету і політики підтримання курсу на рівні, далекому від рівноваги, режим фіксованого курсу стає джерелом високих ризиків валютної кризи внаслідок неминучості кризи платіжного балансу.* Ці механізми відомі й досить глибоко досліджені багатьма вченими, зокрема П.Кругманом і М.Обстфельдом (2003). Головною причиною валютної кризи в таких обставинах є фундаментальна невідповідність між цілями монетарної політики, масштабами монетизації бюджетного дефіциту і спробами забезпечити стабільний валютний курс. Можливості підтримання фіксованого курсу в цій ситуації є швидкоплинними і визначаються лише розмірами валютних резервів центрального банку і доступом до зовнішнього фінансування.

Для оптимізації стратегії монетарної політики НБУ потрібне розуміння глобальних тенденцій та основних принципів вибору оптимального валютного режиму для ситуації, що сформувалася в Україні.

За класифікацією МВФ[3], усі валютні режими можна поділити на десять видів, що належать до трьох агрегованих груп: режими жорсткої фіксації курсу, проміжні режими і режими гнучкого курсу (табл. 1). За період з початку 2008 року до 2013-го процентне співвідношення країн із різними валютними режимами не зазнало істотних змін (рис. 1).

Частка країн із режимом фіксованого курсу не перевищує 13,2%. Переважну більшість (не менше 86,8%) складають країни з різними видами гнучкого і проміжного режимів.

За даними МВФ[4], останніми кількома роками спостерігалися загальні світові тенденції до лібералізації валютних операцій і посилення регуляторної структури фінансового сектора. З кінця 2012 року загалом почалося покращення глобальних фінансових і ринкових умов, проте процеси були неоднорідними – на тлі повільного економічного відновлення в роз-

[3] Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.
[4] IMF Country Report on Ukraine No 14/106. – IMF, Washington, D.C., 2014.

винених країнах сповільнювалося зростання найбільших економік із ринками, що формуються.

Таблиця 1

Класифікація МВФ валютних режимів

№	Валютний режим	Оригінальна назва
	Режими жорсткого фіксованого курсу	***Hard pegs***
1	Курсовий режим без окремого платіжного засобу	Exchange arrangement with no separate legal tender
2	Режим валютного правління, або валютна рада	Currency Board
	Проміжні режими	***Intermediate, soft pegs***
3	Інші традиційні режими фіксованого курсу	Other conventional fixed peg arrangement
4	Режим стабілізованого курсу	Stabilized arrangement
5	Фіксований курс із можливістю коригування (повзуча прив'язка)	Crawling peg
6	Інші режими з можливістю коригування	Crawl-like arrangement
7	Фіксований курс у рамках горизонтального коридору	Pegged exchange rate within horizontal bands
8	Інші режими керованого курсу	Other managed arrangement
	Режими гнучкого курсу	***Floating exchange rate arrangement***
9	Кероване плавання	Manageable floating
10	Режим вільного плавання	Free floating

Джерело: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.

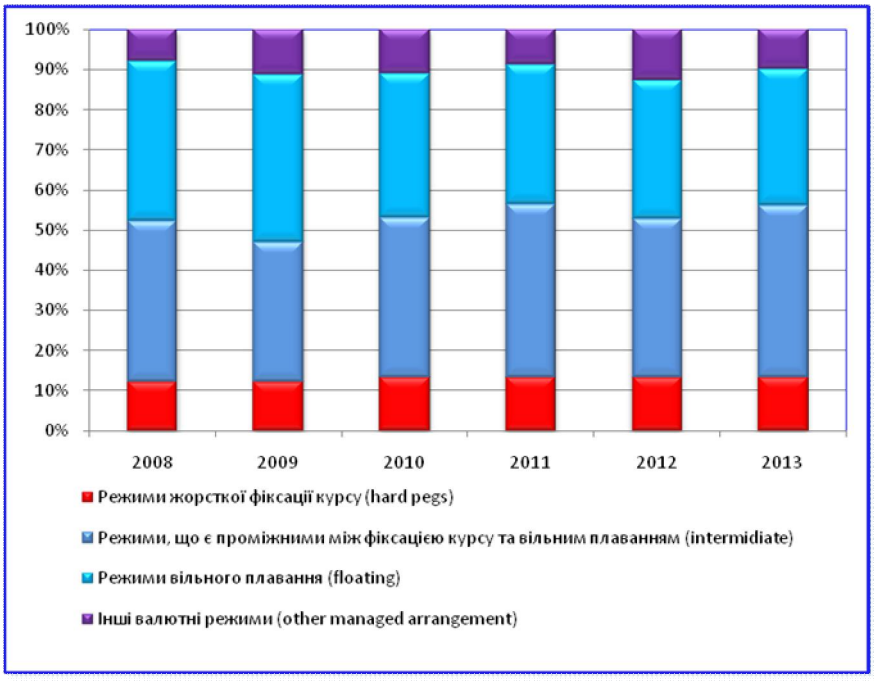

Рисунок 1. Динаміка кількості країн із різними валютними режимами, *%*

Побудовано на підставі даних: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – IMF, Washington, D.C., 2013.

З одного боку, гнучка монетарна політика центральних банків розвинених економік допомогла стимулювати зростання, обмежене фіскальною консолідацією і ще слабкою фінансовою системою. З іншого – внаслідок оголошення ФРС США про вихід із програм кількісного пом'якшення QE з другої половини 2013 року зміна настроїв інвесторів збільшила

волатильність потоків капіталу і призвела до великомасштабних вилучень інвестицій із країн з ринками, що формуються.

2013 року серед країн-членів МВФ у сфері валютного регулювання спостерігалися такі основні тенденції.

1. Покращення ринкових умов і повільне відновлення економічного зростання стимулювали повернення до гнучкіших валютних режимів.

2. Валютні курси залишалися якорем монетарної політики для меншої частини країн; здебільшого вони обирали множинні індикатори для моніторингу. Загалом спостерігалося п'ятирічне стале падіння кількості країн, що використовують долар як якірну валюту.

3. Головні розвинені країни відзвітували про відсутність валютних інтервенцій. Це не стосувалося малих розвинених економік і економік країн із ринками, що формуються, оскільки внаслідок збільшення волатильності потоків капіталу їх валютні курси опинилися під тиском. Підвищена активність цих країн у сфері валютних інтервенцій призвела до значного зниження їх валютних резервів.

4. Незважаючи на слабкість глобального відновлення, тривав тренд до більшої відкритості поточного рахунку платіжних балансів.

5. Посилювалося регулювання в банківській системі, зокрема регулювання банківських валютних операцій.

Загальні глобальні кризові тенденції вплинули на відкриту економіку України через канали зовнішньої торгівлі та потоків капіталу. Це відбилося, зокрема, на загостренні внутрішніх і зовнішніх дисбалансів. За даними Національного банку, у 2013 році дефіцит поточного рахунку платіжного балансу досяг 9% ВВП. Унаслідок спроб підтримання фіксованого валютного курсу, що не збігався з його рівноважним значенням, обсяг міжнародних резервів скоротився на 4,1 млрд дол. США – до 20,4 млрд дол. (в еквівалентному виразі), дефіцит Державного бюджету досяг 4,4% ВВП. Початок 2014 року був відзначений не лише погіршенням економічних параметрів, але і загостренням соціально-політичної кризи у країні. Обсяги промислового виробництва в першому кварталі знизилися на 5%, найбільше падіння зафіксоване в експортних галузях, темп приросту індексу споживчих цін у річному вимірі в березні 2014 року прискорився до 3,4% порівняно з 0,5% 2013-го. Економічна і політична нестабільність у країні спричинила відплив капіталу. Дефіцит фінансового рахунку платіжного балансу в січні–лютому склав 3,7 млрд дол., міжнародні валютні резерви в першому кварталі скоротилися на 5,3 млрд дол. – до 15,1 млрд дол. Ціна режиму фіксованого валютного курсу стала для економіки надто високою. Виникла ситуація, коли ризики підтримання цього режиму значно перевершували вигоди такої "валютної стабільності" для зовнішньої торгівлі, макроекономіки, фінансових ринків, державних фінансів, банківської системи, підприємств і населення. З іншого боку, режим вільного плавання за відсутності міцного якоря фінансової стабільності в економіці й оптимального валютного регулювання може призводити до надмірних коливань валютного курсу. Тому Національний банк України *оптимізує стратегію монетарної політики на підставі поєднання раціонального вибору валютного режиму, вдосконалення тактики валютно-курсової політики й адекватного регулювання валютних операцій суб'єктів економіки.* Логіка такого потрійного вибору для малої відкритої економіки, якою є економіка України, ґрунтується на ідеях відомої моделі Манделла-Флемінга (Mundell, 1963). Один із висновків моделі отримав узагальнену назву ***"трилема неможли-***

вості" (trilemma of impossibility). *Сутність трилеми полягає в тому, що в малій відкритій економіці неможливе одночасне дотримання трьох умов: підтримання режиму фіксованого валютного курсу, здійснення незалежної монетарної політики і забезпечення мобільності капіталу.* Тобто якщо необхідно залучати капітал для забезпечення економічного зростання і здійснювати незалежну монетарну політику для контролю над інфляцією, то центральному банку неминуче доведеться відмовитися від режиму фіксованого курсу як фундаментально несумісного з першими двома цілями.

В умовах режиму фіксованого валютного курсу монетарна політика втрачає свою незалежність і ефективність у досягненні внутрішньої рівноваги. Трансмісійний механізм у цьому разі працює так, що процентні ставки центрального банку практично не впливають на досягнення стабільності цін, стимулювання кредиту, економічне зростання. Головним каналом впливу на обсяг грошової маси за фіксованого курсу є не процентна ставка, а валютний курс через механізм валютних інтервенцій. Важелями впливу на ціни, економічне зростання і зайнятість можуть бути тільки інструменти бюджетної політики і державних видатків. Проте якщо державний борг і бюджетний дефіцит уже досягли критичних значень й інструменти бюджетної політики не можуть бути задіяні, режим фіксованого курсу є програшним вибором.

Розглянемо цю тезу глибше на підставі моделі Манделла-Флемінга. *Внутрішню рівновагу економіки,* або рівновагу на ринку товарів і послуг характеризують станом збалансованості світового попиту на національні товари і послуги з їх пропозицією в економіці, тобто рівністю нулю надмірного попиту *(X),* який стимулює інфляцію. По суті, це означає рівність надлишку внутрішніх заощаджень над внутрішніми інвестиціями активному сальдо (профіциту) торгового балансу:

$$X = (C + I + G + Ex - Im) - (C + G + S) = I - S + NX = 0,$$

де: X – надмірний попит на товари і послуги, C – приватне споживання, I – інвестиції, G – державне споживання, $Ex - Im = NX$ – сальдо торгового балансу, S – заощадження.

Якщо надмірний попит є більшим за нуль, в економіці виникає інфляційний потенціал, якщо ж він є негативним, виникає дефляційний потенціал.

Зовнішню рівновагу, або рівновагу на валютному ринку характеризують рівністю нулю перевищення сальдо торгового балансу над чистим експортом капіталу, тобто

$F = NX - EK = 0$ – умова зовнішньої рівноваги економіки,

де F – сальдо платіжного балансу, а EK – чистий експорт капіталу.

Динамічна модель Манделла (1968), яка описує процес адаптації економіки в разі використання інструментів монетарної та бюджетно-податкової політик, містить співвідношення:

$$X(r(t),k(t)) = 0 \text{ – внутрішня рівновага,} \quad (1)$$

$$F(r(t),k(t)) = 0 \text{ – зовнішня рівновага,} \quad (2)$$

де r – реальний валютний курс, k – внутрішня процентна ставка.

$$r(t) = e(t)\frac{p_h(t)}{p_f(t)},$$

де $e(t)$ – номінальний валютний курс (дол. за 1 грн); $p_h(t)$ – індекс внутрішніх цін; $p_f(t)$ – індекс закордонних цін.

Після диференціювання (1) і (2), отримаємо:

$$\left(\frac{dk}{dr}\right)_{X=0} = -\frac{\frac{dX}{dr}}{\frac{dX}{dk}} \text{ – нахил лінії внутрішньої рівноваги,} \qquad (3)$$

$$\left(\frac{dk}{dr}\right)_{F=o} = -\frac{\frac{dF}{dr}}{\frac{dF}{dk}} \text{ – нахил лінії зовнішньої рівноваги,} \qquad (4)$$

$$\frac{dX}{dr} < 0, \quad \frac{dX}{dk} < 0, \quad \frac{dF}{dr} < 0, \quad \frac{dF}{dk} > 0.$$

Це означає, що за інших рівних умов зростання (appreciation – зміцнення) реального валютного курсу веде до зниження сальдо торгового балансу, а вища процентна ставка стимулюватиме вищий рівень чистого припливу капіталу. Отже, за заданої процентної ставки підвищення індексу внутрішніх цін або зростання номінального курсу національної валюти погіршують платіжний баланс. І, навпаки, за заданого реального курсу підвищення процентної ставки покращує платіжний баланс. У будь-якій точці лінії зовнішньої рівноваги за визначенням платіжний баланс є рівноважним, хоча його складові не однакові: рух уздовж лінії зовнішньої рівноваги вгору означає збільшення чистого припливу капіталу і скорочення сальдо торговельного балансу.

На рис. 2 точки, що лежать нижче і праворуч від лінії *FF*, відповідають дефіциту платіжного балансу: в цій ділянці або процентна ставка є дуже малою, або реальний курс завищений і не відповідає рівновазі. Аналогічно всі точки вище і лівіше за лінію *FF* указують на активне сальдо платіжного балансу (його профіцит), що означає або завищення процентної ставки, або заниження реального валютного курсу. Кут нахилу лінії зовнішньої рівноваги визначений рівнем мобільності капіталу й еластичністю торговельного балансу стосовно змін реального валютного курсу.

Існує цілий набір поєднань процентної ставки і реального валютного курсу, за яких платіжний баланс є рівноважним. Проте економіка загалом не може перебувати в рівновазі, якщо при цьому не збалансований внутрішній ринок товарів і послуг. Як ми вже зазначали, щоб цей ринок перебував у рівновазі, сальдо торгового балансу має дорівнювати перевищенню заощаджень над інвестиціями. Зміцнення реального валютного курсу супроводжується дефляційним тиском на економіку, що можна пояснити двома чинниками: зменшенням сальдо торговельного балансу і зростанням рівня заощаджень. Зміна процентної ставки впливає, перш за все, на інвестиційні витрати: за високої ставки рівень інвестицій є нижчим, тому зростання ставки супроводжується дефляційним тиском. Точки, які лежать нижче і ліворуч від лінії внутрішньої рівноваги *XX*, відповідають ситуації інфляційного потенціалу економіки, а точки, що лежать вище і праворуч *XX*, – ситуації дефляційного потенціалу.

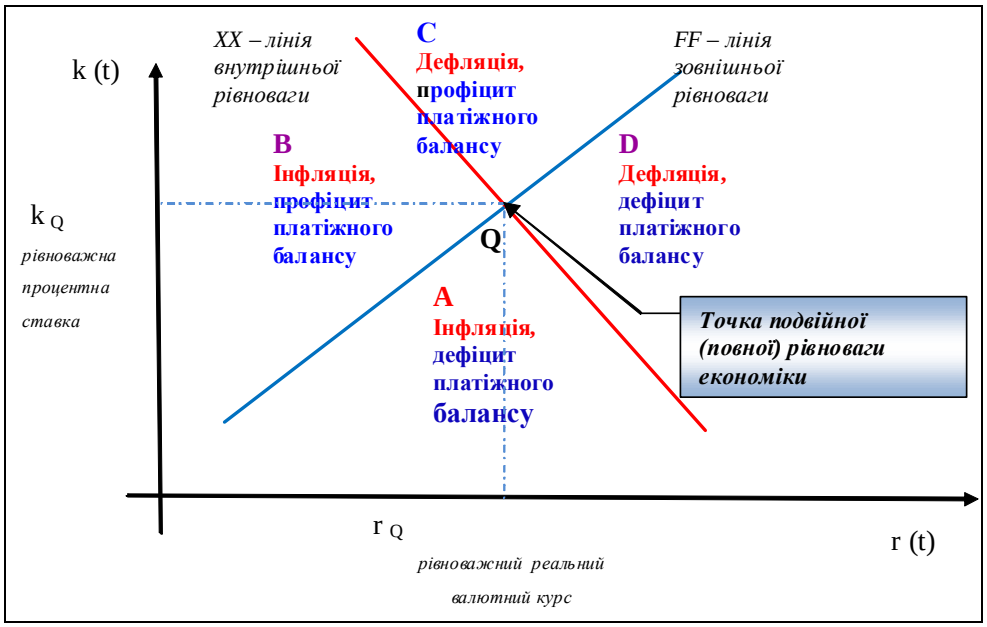

Рисунок 2. Лінії зовнішньої та внутрішньої рівноваги економіки і чотири можливі зони

Джерело: Mundell R.A.. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1.

Таким чином, координатну площину всіх поточних станів економіки можна поділити на чотири квадранти – A (дефіцит платіжного балансу (ПБ) інфляційний потенціал), B (профіцит ПБ, профіцит ПБ, інфляційний потенціал), C (профіцит ПБ, дефляційний потенціал), D (дефіцит ПБ, дефляційний потенціал). Лінії внутрішньої та зовнішньої рівноваги, а також квадранти, що відповідають чотирьом можливим ситуаціям у національній економіці, за методологією Манделла, описують діаграмою, поданою на рис. 2. Ця схема описує зовнішню і внутрішню рівновагу економічної системи у статиці й є корисним інструментом для аналізу динамічної реакції цієї системи як за фіксованого, так і за гнучкого валютного курсу. Манделл показав, що ***в умовах режиму фіксованого валютного курсу*** перехід до стану повної (тобто зовнішньої та внутрішньої) рівноваги Q описується рівняннями:

$$\frac{dr}{dt} = a_1 X(r,k), \tag{5}$$

$$\frac{dk}{dt} = -a_2 F(r,k), \tag{6}$$

де a_1, a_2 – швидкості адаптації відповідних ринків.

Після розкладання правих частин рівнянь (5) і (6) у ряди Тейлора і лінеаризації отримаємо:

$$\frac{dr}{dt} = a_1 \frac{dX}{dr}(r - r_0) + a_1 \frac{dX}{dk}(k - k_0),$$

$$\frac{dk}{dt} = a_2 \frac{dF}{dr}(r - r_0) - a_2 \frac{dF}{dk}(k - k_0),$$

де r_0, k_0 – відповідно рівноважні значення реального валютного курсу і процентної ставки.

Характеристичне рівняння для цієї системи має такий вигляд:

$$\begin{vmatrix} \lambda - a_1 \frac{dX}{dr} & -a_1 \frac{dX}{dk} \\ a_2 \frac{dF}{dr} & \lambda + a_2 \frac{dF}{dk} \end{vmatrix} = \lambda^2 - (a_1 \frac{dX}{dr} - a_2 \frac{dF}{dk})\lambda - a_1 a_2 (\frac{dX}{dr}\frac{dF}{dk} - \frac{dX}{dk}\frac{dF}{dr}) = 0.$$

Можливості досягнення економікою стану рівноваги і спосіб переходу до нього – монотонний чи циклічний – залежать від типу характеристичних коренів цього рівняння, які можуть бути дійсними або комплексними числами:

$$\lambda_1, \lambda_2 = \frac{a_1 X_r - a_2 F_k \pm \sqrt{(a_1 X_r + a_2 F_k)^2 - 4 a_1 a_2 X_k F_r}}{2} \qquad (7)$$

Динаміку цього переходу подано на рис. 3.

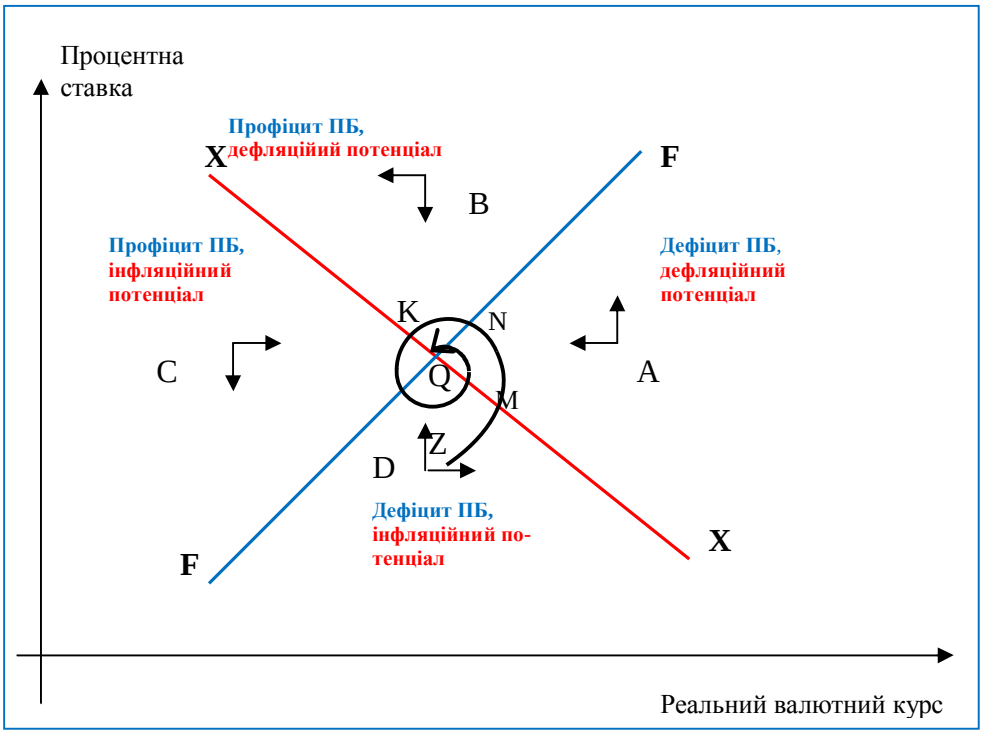

Рисунок 3. Динамічна реакція економіки в умовах фіксованого валютного курсу

Джерело: Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1.

Траєкторія, що відображає розв'язання цієї системи рівнянь, є циклічною, при цьому розвиток згасаючого циклу, що сходиться до точки рівноваги, відбувається в напрямку проти годинникової стрілки. Стрілки, що виходять із точки, мають такий зміст: одна спрямована в бік рівноваги, натомість інша вказує напрямок циклічного руху, який має привести до цієї рівноваги. Це можна пояснити прикладом: економічна система, що спочатку перебуває в точці Z квадранта D, має рухатися спочатку до досягнення внутрішньої рівноваги за рахунок використання податково-бюджетної політики (в точку M), потім через підвищення процентних ставок і покращення фінансового рахунку платіжного балансу – до точки N, потім до точки K і далі циклом, що сходиться, до точки повної рівноваги Q. Спроби макрорегуляторів спрямувати економічну систему по іншій траєкторії (за годинниковою стрілкою на схемі) призведуть до того, що її динаміка матиме характер циклу, що розходиться, дедалі більше відводячи економіку від стану рівноваги. Така динаміка позначала б поглиблення дисбалансів і нагромадження системних ризиків, які, зрештою, приводять до кризових процесів.

В умовах гнучкого валютного курсу динамічні властивості економіки можна описати такими співвідношеннями:

$$\frac{dr}{dt} = b_1 F(r,k),$$

$$\frac{dk}{dt} = b_2 X(r,k)$$

Розв'язання цієї системи (через розкладання в ряди Тейлора і лінеаризацію):

$$\lambda_1, \lambda_2 = \frac{b_1 F_r + b_2 X_k \pm \sqrt{(b_1 F_r - b_2 X_k)^2 + 4 b_1 b_2 F_k X_r}}{2} \qquad (8)$$

Рівняння (8) дає інформацію щодо можливостей і способів переходу економіки у стан повної рівноваги, а також залежності цих способів від монетарної та фіскальної політик в умовах *гнучкого валютного курсу* або проміжного режиму (який допускає керовані коливання номінального курсу). Досягнення стану повної рівноваги забезпечується через рух циклічною траєкторією, спрямованій за годинниковою стрілкою (рис. 4).

Отже, рухаючись з точки Z, економічна система за рахунок зміни рівня гнучкого курсу перейде у стан зовнішньої рівноваги – точку M, потім за допомоги інструментів монетарної політики (зміни внутрішньої процентної ставки) у стан внутрішньої рівноваги – точку N, далі через подальшу адаптацію валютного курсу – в новий стан зовнішньої рівноваги K і далі по траєкторії циклу, що сходиться, у стан повної рівноваги – точку Q. Ясно, що це схематичне, спрощене подання закономірностей реальної динаміки, проте воно дає розуміння фундаментальних механізмів, що лежать в основі розвитку економіки, і правильного вибору орієнтирів фіскальної і монетарної політик в умовах режимів фіксованого і гнучкого валютних курсів.

На початок 2014 року стан економіки України був позначений нагромадженням дисбалансів, відповідних квадранту D (на рис. 3 – дефіцит платіжного балансу, інфляційний потенціал). Як ми зазначали вище, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу складав 9% ВВП. У першому кварталі обмінний курс гривні до долара на міжбанківському ринку знизив-

ся на 34,9% – до 10,998 грн/дол., а по операціях продажу долара населенню на 37,6% – до 11,397 грн/дол. Напружена політико-економічна ситуація спровокувала відплив депозитів з банківських рахунків. Обсяг депозитів населення в національній валюті впродовж першого кварталу 2014 року зменшився на 32,3 млрд грн, в іноземній – на 3,1 млрд дол. Дії НБУ були спрямовані на підтримку ліквідності банківської системи, обсяг наданих кредитів рефінансування за перший квартал склав 63,1 млрд грн. Грошова база за цей період зросла на 7,4% порівняно зі зростанням грошової маси (на 3,8%).

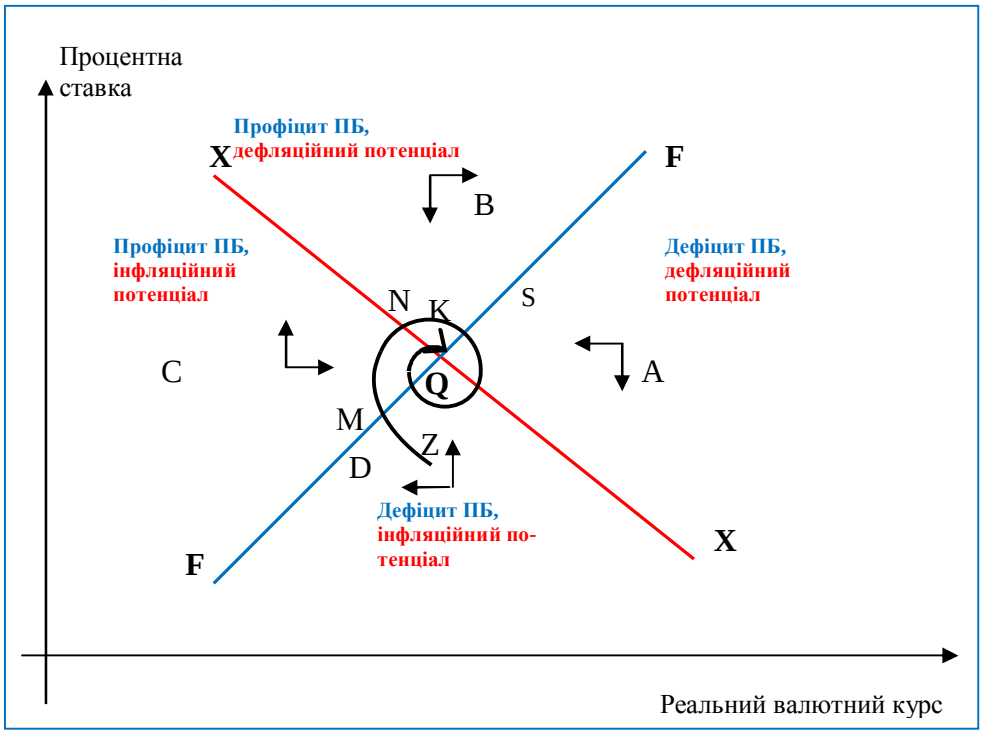

Рисунок 4. Динамічна реакція економіки в умовах гнучкого валютного курсу або проміжного режиму керованого плавання

Джерело: Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1.

В умовах режиму фіксованого курсу такі вимушені заходи призводили до поглиблення дисбалансів і дедалі більшому відхиленню економіки від станів зовнішньої та внутрішньої рівноваги. Штучне підтримання номінального курсу на нерівноважному рівні (7,99 грн/дол.) упродовж попередніх періодів створювало ілюзію валютної стабільності, проте підсилювало системні ризики для економіки. Це можна побачити, зокрема, з динаміки коефіцієнта покриття монетарної бази міжнародними резервами, який стало знижувався починаючи з лютого 2011 року (рис. 5).

З урахуванням загострення дисбалансів і нагромадження системних ризиків Національним банком у лютому 2014 року було ухвалено стратегічне рішення про зміну валютного режиму і перехід до гнучкого курсу. Далі процес реформування монетарного режиму має набути характеру системних перетворень, спрямованих на розвиток ринкової інфраструктури і

формування оптимальної стратегії монетарної політики – інфляційного таргетування.

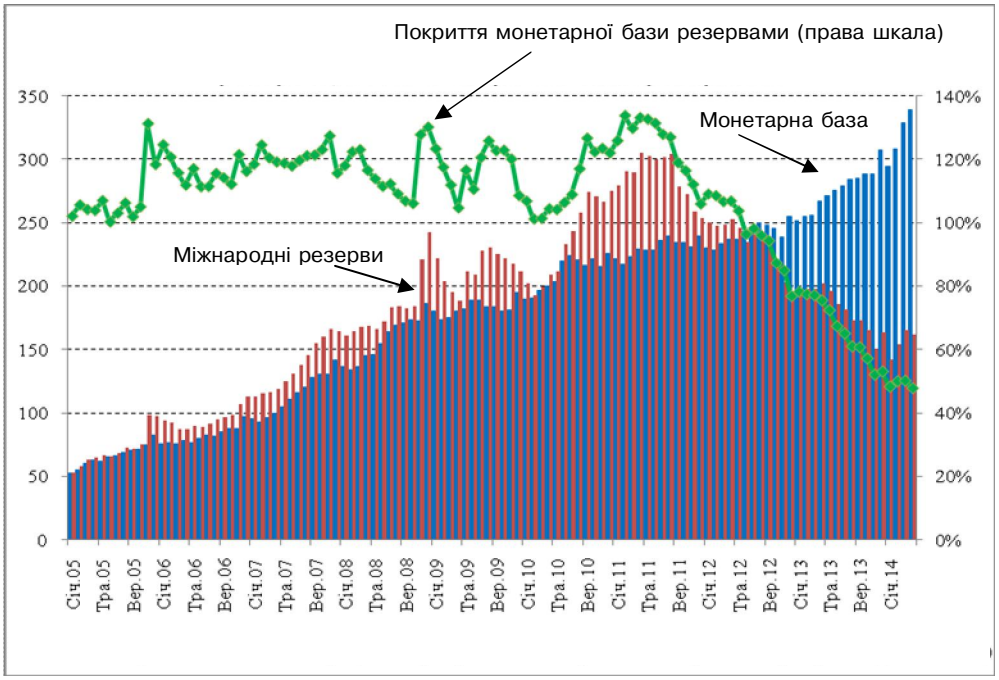

Рисунок 5. Динаміка коефіцієнта покриття монетарної бази міжнародними резервами

Розраховано авторами на підставі даних НБУ.

Інфляційне таргетування – це стратегія монетарної політики, яка охоплює п'ять основних елементів:

1) публічне оголошення середньострокових кількісних цілей щодо рівня інфляції у формі точкового таргету або цільового діапазону;

2) інституційно закріплене зобов'язання підтримання цінової стабільності як пріоритетної цілі монетарної політики і відповідальність за його виконання;

3) незалежність центрального банку (незалежність монетарної політики, зокрема, від валютного і монетарного таргетів; інструментальна й операційна незалежність);

4) розвиток центральним банком системи прогнозування інфляції та механізмів координації дій з урядом щодо контролю інфляційних процесів; прогноз інфляції, який відіграє дуже важливу роль, розглядають як проміжний таргет, тобто ухвалення операційних рішень має випереджувальний характер, орієнтований на прогноз інфляції;

5) прозорість, підзвітність центрального банку і його активність у реалізації комунікаційної стратегії.

Поступовий перехід до інфляційного таргетування створює низку нових можливостей, які дозволять розв'язати найважливіші економічні завдання, що дає підстави говорити про оптимізацію цієї стратегії монетарної політики. До цих завдань належать такі.

Досягнення відповідності між стратегією монетарної політики НБУ і його законодавчо визначеною місією, а також курсом європейської інтеграції економіки. Перехід до гнучкого курсу в лютому 2014

року дозволив розв'язати тактичні завдання пом'якшення зовнішніх дисбалансів за рахунок зниження курсу гривні, його наближення до рівноважного рівня і збалансування платіжного балансу (1 млрд дол. у травні 2014-го). За відсутності звичного номінального якоря – фіксованого валютного курсу – Національний банк має виробити новий якір стабільності, тобто дотримуватися такої оптимальної стратегії монетарної політики, що забезпечить цінову стабільність як основу фінансової стабільності та економічного зростання. Найбільш поширеною стратегією монетарної політики в європейських країнах є інфляційне таргетування. Економічне зближення України з Європейським Союзом і робота на перспективу членства в ЄС зумовлюють необхідність поступової інтеграції в європейський монетарний простір і переходу до інфляційного таргетування.

Розблокування каналу процентних ставок трансмісійного механізму монетарної політики. Упродовж практично всієї історії Національного банку його монетарна політика де-факто була підпорядкована правилу підтримання фіксованого валютного курсу. Валютний канал відігравав роль регулятора обсягу грошової маси на внутрішньому ринку, а зміна ставок рефінансування фактично не впливала на інфляційні процеси, кредитування реальної економіки й економічне зростання. Це означало відсутність незалежної монетарної політики, стимулів для розвитку інфраструктури грошового ринку, а також блокування потужних каналів процентних ставок трансмісійного механізму. Крім того, не було використано адаптаційні механізми змін валютного курсу для досягнення рівноваги валютного ринку, які є потужними вбудованими стабілізаторами платіжного балансу і зовнішньої рівноваги економіки. Валютний курс часто встановлювався штучно на рівні, далекому від рівноваги, що періодично призводило до валютних криз, зумовлених кризами платіжного балансу. Перехід до режиму інфляційного таргетування і розвиток інфраструктури фінансових ринків дозволять реанімувати канал процентної ставки трансмісійного механізму монетарної політики і розблоковувати вплив процентної ставки на інфляцію й економічне зростання.

Інституційне врегулювання координації дій Національного банку й Уряду у сфері контролю інфляційних процесів (Гриценко та ін., 2008). Інфляційне таргетування передбачає розвиток у центральному банку системи прогнозування інфляції та інституційне закріплення обов'язкової співпраці між Національним банком і Урядом щодо питань прогнозування інфляції та забезпечення цінової стабільності. Оскільки інфляція формується під впливом не лише попиту, а і пропозиції, а Національний банк за допомоги інструментів монетарної політики впливає переважно на чинники з боку попиту, то необхідна певна угода з урядом про неприпустимість його дій, що порушують можливості підтримання цінової стабільності. Стратегія інфляційного таргетування за визначенням містить розроблення таких механізмів координації та їх інституційне закріплення.

Підвищення довіри до Національного банку і створення фундаментальних засад цінової та фінансової стабільності. Ключовими чинниками цінової та фінансової стабільності є очікування учасників ринку, що визначають колективні ринкові ефекти їх економічної поведінки. Негативні очікування можуть призводити до банківської та валютної паніки, запуску порочного кола зростання інфляції та інфляційних очікувань, виведення капіталу і згортання економічної діяльності. Сьогодні ці ефек-

ти можуть блокувати зусилля регуляторів щодо забезпечення економічного зростання і цінової стабільності. Тому надзвичайно важливим завданням є підвищення довіри до Національного банку і його політики через створення якоря стабільності для очікувань учасників ринку. Стратегія інфляційного таргетування дозволяє вибудувати системну структуру для ефективної роботи над цими завданнями і формування міцних засад для довіри, цінової та фінансової стабільності.

Література

Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.М. (2008) Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : Наукова доповідь / Інститут економіки та прогнозування. К.

Эрхард Л. (2001) Благосостояние для всех. М.

Krugman P.R., Obstfeld M. (2003) International Economics. Theory and Policy. Sixth Edition. New York.

Mundell R.A. (1963) Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // Canadian Journal of Economic and Political Science. 29 (4). P. 475–485.

Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates. Chapter in International Economics. – New York: Macmillan, 1968. – P. 152–176 // http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-11.html#1.

ON THE ISSUE OF OPTIMIZATION OF THE MONETARY POLICY STRATEGY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Stanislav Bukovynskyi, Tetiana Unkovska

Author affiliation:

Stanislav Bukovynskyi, PhD in Economics Ukraine, Kyiv E-mail ec-teor@ief.org.ua.

Tetiana Unkovska, Doctor of Economics, Professor, Leading Researcher, Department of Economic Theory, State Organization "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" Ukraine, Kyiv. E-mail: unkovskaya@ukr.net.

Today, that the National Bank of Ukraine has made a transition to the regime of floating exchange rate, there appear a lot of questions and discussions on the advisability of that step. When market agents and society as a whole get used to unchanged exchange rate, which is supported by the central bank, then, in business, in the banking circles, and among general public, there appears a situation of the underestimation of exchange risks and shifting them on the state i.e. onto the shoulders of all tax payers. If the exchange rate is maintained at a level far from the equilibrium, then such a fixed rate suggests only illusory exchange stability leading to the accumulation of deep disproportions and crisis. The article considers the solution of that problem in a wider context of the optimization of the NBU's monetary policy taking into account the present economic conditions and the international experience in the solution of similar tasks.

Key words: monetary policy, exchange rate, stability, crisis processes.

JEL: E400; E420, F200.