М. В. Штань,

к. е. н., доцент кафедри фінансів, обліку та фундаментальних економічних дисциплін,
Національна академія управління

ORCID ID: 0000-0002-4938-555X

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.6.98

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЗА УМОВ РОЗВИТКУ ГЛОБАЛЬНОЇ КРИЗИ 2020 Р.

M. Shtan,

PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance, Accounting
and Fundamental Economic Disciplines, National Academy of Management

MONETARY POLICY IN THE GLOBAL CRISIS OF 2020

У статті проаналізовано вплив інструментарію монетарної політики на розвиток макроекономічних процесів. Розкрито напрями зміни вектору економічного розвитку внаслідок впливу грошово-кредитних інструментів. З'ясовано, що розвиток національної економіки значною мірою обумовлюється роллю центрального банку країни у цих процесах. Розкрито досвід окремих країн світу у стимулюванні економічної динаміки на основі використання монетарних важелів.

Розглянуто можливості зміни монетарної політики у напрямі її підпорядкування ширшому спектрові завдань з позицій реалізації антикризових заходів. Аналізується досвід монетарного регулювання центральних банків країн світу у контексті розширення кола їх цілей. Визначено необхідність застосування комплексного підходу до формування цілей монетарної політики як головної складової антикризового регулювання. Обґрунтовано шляхи використання в Україні світового досвіду стимулювальної монетарної політики в умовах розгортання глобальної фінансово-економічної кризи 2020 р.

The article analyzes the impact of monetary policy tools on the development of macroeconomic processes. The directions of change of the vector of economic development due to the influence of monetary instruments are revealed. It was found that the development of the national economy is largely due to the role of the country's central bank in these processes. An analysis of the factors that negatively affect the effectiveness of the prospects of Ukraine's economy on the trajectory of sustainable economic development has been made. Directions for improving monetary policy in Ukraine have been identified. Prospects for using the potential of monetary instruments in Ukraine are analyzed. The experience of individual countries in stimulating economic dynamics based on the use of monetary levers is revealed. The international experience of monetary policy as a factor of ensuring sustainable economic growth is generalized.

Emphasis is placed on the importance of improving the monetary policy of the state in the direction of ensuring the stable development of the national economy. Emphasis is placed on the stabilization of the monetary sphere. Measures to improve monetary policy are presented on the example of central banks around the world. Possibilities of change of monetary policy in the direction of its subordination to a wider range of tasks from the standpoint of implementation of anti-crisis measures are considered. The experience of monetary regulation of central banks of the world in the context of expanding the range of their goals is analyzed. The necessity of application of the complex approach to formation of the purposes of monetary policy as the main component of anti-crisis regulation is defined.

It is proved that the role of the central bank's monetary policy in stimulating economic growth is to create certain monetary preconditions, the key of which is macroeconomic stability and stability of the banking system. The ways of using the world experience of stimulating monetary policy in the conditions of unfolding of the global financial and economic crisis of 2020 in Ukraine are substantiated. The directions of further improvement of monetary policy in Ukraine are offered.

*Ключові слова: монетарна політика, антикризове регулювання, центральний банк, економічне зростання.
Key words: monetary policy, anti-crisis regulation, central bank, economic growth.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Розвиток світової економіки визначається суттєвою трансформацією ролі й функцій центральних банків у системі регулювання економічних відносин у відповідь на фінансові дисбаланси. Трендом стає посилення ролі

центрального банку у збалансуванні фінансових систем. Водночас помітно розширюються й ускладнюються завдання центральних банків у системі регулювання економіки, зростає їхнє значення в управлінні монетизацією та стимулюванні економічного зростання. Вони

поєднують виконання функцій із реалізації економічної політики у монетарній сфері та антикризового управління. Така трансформація пріоритетів у ролі й функціях центральних банків потребує уточнення їхніх повноважень, розроблення й застосування нових підходів, методів та інструментів регулювання економіки на основі адекватної монетарної політики. Українські дослідники В. Міщенко та І. Аьон обґрунтовують думку про те, що наукові розвідки мають сприяти подоланню проблем монетарного регулювання, що пов'язані з удосконаленням інституційного виміру діяльності центральних банків як інститутів провадження економічної політики держави в грошово-кредитній сфері, а також щодо застосування інструментарію стимулювання економічної динаміки [1].

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Широкий спектр проблем монетарної політики глибоко проаналізовано у працях таких вчених: І. Богдан, В. Бортніков, А. Гриценко, Б. Данилишин, О. Дзюблюк, В. Козюк, Т. Кричевська, В. Міщенко, К. Райнгарт, К. Рогофф, Н. Шульга та ін. Водночас питання модифікації монетарної політики в умовах викликів початку 2020 р. потребують подальшого аналізу.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є розкриття новітніх тенденцій формування напрямів монетарного стимулювання розвитку національної економіки за умов глобалізації.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Здійснення стимулювальної монетарної політики передбачає розширення центральним банком можливостей комерційних банків щодо рефінансування. Йдеться про сприяння зростанню обсягів кредитних операцій банків, поживавлення ділової активності і стимулювання економічного зростання. Політика облікової ставки у першу чергу спрямована на зміну попиту на гроші через вплив на ринкову ставку, що виступає ціною грошей. Підвищення облікової ставки зумовлює зменшення попиту на цінні папери і зниження їхнього курсу, внаслідок зростання ефективності депозитних операцій. У разі зниження облікової ставки привабливість депозитів у банках зменшується, обумовлює спрямування вільних ресурсів на фондовий ринок і підвищення курсу цінних паперів. Механізм впливу облікової ставки на економіку наведено на рисунку 1.

Рис. 1. Механізм впливу облікової ставки центрального банку на економічні процеси

Джерело: [2—4].

Крім того, в арсеналі центрального банку перебувають також й операції на ринку цінних паперів. Його стимулювальна політика передбачає придбання цінних паперів у комерційних банків, що веде до зростання ресурсної бази останніх і дає змогу збільшити обсяги кредитних операцій, поживавляючи економічну активність (рис. 2). Процес здійснення операцій на відкритому ринку та їхній вплив на грошову пропозицію відбувається за певною логічною схемою. У період кризи заходи монетарної політики спрямовуються на стимулювання інвестицій у національну економіку на основі збільшення грошової маси і створення сприятливіших умов кредитування. У такі періоди центральний банк купує цінні папери у банків, підвищуючи їхні кредитні можливості. Однак за необхідності стримування надмірних темпів економічного зростання центральний банк здійснює продаж цінних паперів, обмежуючи цим кредитні можливості банків і грошову масу в обігу. Обсяг цінних паперів, які перебувають у розпорядженні центрального банку, безпосередньо пов'язаний з кредитними можливостями банків.

Операції на відкритому ринку не є інструментами глибокої дії і їхній вплив є більш відчутним у короткостроковому періоді. Це дозволяє центральному банку проводити їх щоденно. Основними особливостями операцій на відкритому ринку є прогнозованість їхніх наслідків, автономність центрального банку при їх здійсненні, гнучкість та можливість швидкої зміни напрямку їх проведення, оперативність наслідків та висока точність досягнення поставлених цілей. Операції центрального банку на відкритому ринку є більш опосередкованим важелем впливу на кредитну активність комерційних банків і потребують високого рівня розвитку ринку державних цінних паперів.

Член Ради НБУ професор В. Козюк відстоює позицію, відповідно до якої важливе значення у системі економічних відносин відіграє якість інституцій, що виражається індексом верховенства права. Вчений стверджує, що верховенство права обумовлює гарантії прав кредиторів [6]. До того ж саме від верховенства права залежить й спроможність національного банківського регулятора здійснювати ефективний нагляд за фінансовими установами. Верховенство права є визначальним чинником надійного функціонування правової системи країни, а тому низька якість інституцій не стимулює ефективного фінансового розвитку [7].

Починаючи з березня 2020 р., світ зіткнувся з системною кризою, зазнавши впливу шоків скорочення попиту, погіршення умов зовнішнього фінансування і падіння цін на сировинні ресурси. За прогнозами МВФ, реальний ВВП країн з ринками, що формуються, зменшиться у 2020 р. на 1%, а ВВП України — на 7,7%. Така ситуація вимагає від органів макроекономічного регулювання України застосування виважених монетарних стимулів, які б утримали економіку від стрімкого падіння [8].

Купівля-продаж центральним банком державних цінних паперів на відкритому ринку є грошово-кредитними операціями, до яких вдаються найбільше центральних банків. Згідно зі статтею 25 закону про Національний банк, основним економічним засобом і методом монетарної політики є регулювання обсягу грошової маси на основі визначення та регулювання норм обов'язкових резервів та операції з цінними паперами на відкритому ринку. У період загрози стрімкого економічного падіння центральні банки багатьох країн вдалися до істотного розширення програм викупу активів із застосуванням державних цінних паперів. Великомасштабні програми викупу активів із включенням державних цінних паперів оголосили Європейський центральний банк, Федеральна резервна система США, центральні банки Англії, Канади, Угорщини, Румунії, Хорватії, Туреччини, Польщі та цілого ряду інших країн.

Рис. 2. Механізм впливу операцій на ринку цінних паперів на економічні процеси

Джерело: [3—5].

Очевидно, що інфляційні наслідки має випуск в обіг лише надлишкових грошей, емісія яких не має належного товарного забезпечення. Механізмом передавання інфляційних імпульсів за таких умов стає стрімке нарощування попиту домашніх господарств. Однак здебільшого інфляція в Україні має структурне походження, а українській економіці притаманні суттєві структурні диспропорції. За умов високого рівня монополізації економіки, значної енергомісткості виробництва, переходу до ринкового ціноутворення на окремі товари та послуги інфляційні процеси проявляються здебільшого через зростання витрат виробництва, але не є наслідком емісійної діяльності Національного банку України [8].

На думку голови Ради НБУ академіка Б. Данилишина, якраз вказані фактори, посилені структурним шоком пандемії, і будуть визначальними чинниками інфляції в Україні у коротко- і середньостроковій перспективі. Йдеться про те, що попит, спричинений певним чином участю Національного банку у фінансуванні дефіциту бюджету, відіграє ледь не останню роль серед причин інфляції. При цьому основними причинами є якраз структурні дисбаланси економіки та низький рівень життя, що значною мірою породжують високу схильність домашніх господарств до споживання. Висока схильність до споживання в Україні та неможливість знижувати рівень споживчих витрат інструментами макроекономічної політики не дозволяють очікувати на зростання заощаджень у відповідь на зміни відсоткової ставки. Низький рівень монетизації національної економіки є одним з факторів її низького динамізму та вкрай незначних темпів зростання. Рівень наповнення економіки грошима з боку Національного банку, що відображається відношенням монетарної бази до ВВП, є вкрай низьким порівняно з іншими країнами зі схожими соціально-економічними умовами [9].

В Україні серед інфляційних чинників переважають структурні складові. При цьому Національний банк протягом останніх років дотримувався жорсткої монетарної політики. Про це свідчить й рівень монетизації економіки, що скоротився у нашій країні на 10 відсоткових пунктів — з 46,2% до ВВП у 2016 р. до 36,1% у 2019 р. Так, зокрема, в Україні відношення грошової бази до ВВП наприкінці 2019 р. становило 11% і було вдвічі нижчим, ніж у Грузії, і у 2,5 рази нижчим, ніж у Болгарії та Хорватії. Якщо ж провести аналіз відношення монетарної бази до ВВП, то можна дійти висновку про те, що в Україні вказаний показник у 2015–2019 рр. зменшився з 20% до 11%. При цьому у Болгарії він зріс з 23% до 29%, а у Грузії — з 15% до 19% ВВП. Рівень монетизації економіки України, що вимірюється показником відношен-

ня грошового агрегату М3 до ВВП, серед вказаних країн у 2019 р. був найнижчим і сягав 36% ВВП. Натомість вказаний показник сягав 85% ВВП у Болгарії, 74% — у Хорватії та 68% — у Польщі (табл. 1). За умов жорсткого грошового дефіциту і низького рівня монетизації економіки емісія Національного банку сприяла б насиченню попиту на гроші без помітних інфляційних наслідків за умови недопущення спрямування гривневої маси на валютний ринок. Водночас державне фінансування капітальних видатків і програм соціальної підтримки осіб з найнижчими доходами підтримали б як споживчий попит, так і сукупну пропозицію [9].

Падіння економіки та зростання державних позик загострює у найближчому майбутньому проблему боргової стійкості країни. Проте використання стандартних рішень для вирішення цієї проблеми не має бути базовим сценарієм. Зосередженість Національного банку на досягненні інфляційної цілі будь-якою ціною значною мірою обумовили втрати темпів економічного зростання в Україні у 2016—2019 рр. Наприклад, Центральний банк Туреччини підтримує експортерів за допомогою цільового рефінансування, центральні банки Хорватії та Ізраїлю розпочали активні операції на відкритому ринку для підтримки ліквідності державних цінних паперів. Як зазначає колишній президент Європейського центрального банку Маріо Драгі, банки мають підтримувати підприємницький сектор, який активно працює та зберігає робочі місця. Щодо урядів, то вони можуть надавати підтримку капіталізації банків шляхом пропозиції державних гарантій за кредитами компаніям, а центральний банк покликаний створити умови для підтримки такої урядової політики [9].

Національний банк та уряд спроможні не допустити падіння країни у боргову кризу, ще не встигнувши подолати наслідків епідемії. Якраз центральний банк країни забезпечує грошовий обіг в економіці, а тому не може залишатися осторонь урядових зусиль. Саме у цьому полягав зміст рішення Ради Національного банку від 31 березня 2020 р. щодо активізації участі НБУ в операціях із державними цінними паперами. Водночас державні інституції повинні об'єднати зусилля, спрямовані на досягнення суспільних цілей. Стаття 6 закону про Національний банк вказує, що він у межах своїх повноважень якраз і покликаний сприяти фінансовій стабільності (у тому числі й стабільності банківської системи) [9].

В умовах діючої кризи одним із головних завдань є забезпечення фінансової стабільності. На відміну від цінової стабільності, яка визначається цільовим значенням зміни індексу споживчих цін, або курсової стабільності як прив'язування національної валюти до однієї

Таблиця 1. Відношення монетарної бази та МЗ до ВВП у 2014–2019 рр. у деяких країнах світу, %

Країни	Монетарна база						МЗ
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Болгарія	23	27	30	29	29	29	85
Хорватія	10	20	21	24	26	27	74
Грузія	15	15	17	17	18	19	51
Угорщина	21	27	23	18	17	18	60
Молдова	24	23	23	20	21	22	44
Польща	10	11	12	12	13	13	68
Румунія	10	10	10	11	10	11	40
Туреччина	14	14	15	14	13	14	54
Україна	20	17	15	13	12	11	36

Джерело: [9].

із світових валют або їх кошика, фінансова стабільність не має кількісного номінального індикатора [10]. Світова криза 2007—2009 рр. довела, що цінова стабільність, яка була основним завданням переважної більшості центральних банків, не є запорукою фінансової стабільності, а доволі часто може суперечити досягненню цінової стабільності [11—13]. Слід зауважити, що центральні банки самостійно не можуть повною мірою забезпечувати фінансову стабільність, а тому це завдання має бути спільним для центрального банку, уряду та інших державних інституцій. Ці фактори можуть відрізнятися як за своїм пороговим значенням, так і за швидкістю впливу на загальний стан фінансової стабільності. Майже всі ці фактори є взаємопов'язаними, а тому можуть впливати один на одного. Так, зокрема, дефіцит поточного рахунку може викликати підвищений попит на іноземну валюту та вплив депозитів із банківської системи.

ВИСНОВКИ

Проведений аналіз дає змогу дійти висновку про те, що в Україні існує ціла низка макрофінансових проблем, пов'язаних з розвитком ситуації у реальному секторі економіки та бюджетній сфері. Широке коло таких проблем посилюється світовою кризою, пов'язаною із швидким поширенням COVID-19. Фінансова система перебуває в умовах цілого ряду ризиків. Водночас виважена монетарна політика, а також узгоджені дій Національного банку України, уряду та інших органів державної влади покликані не допустити вкрай негативного сценарію розвитку економіки. За цих умов вкрай важливою є співпраця з міжнародними фінансовими інституціями та урядами, які спроможні вплинути на перебіг макроекономічних процесів в Україні. Проблеми вдосконалення монетарної політики, яка змушена реагувати на досі невідомі ризики, повинні й далі перебувати у числі найважливіших напрямів наукових досліджень.

Література:

1. Міщенко В.І., Льон І.М. Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку. *Фінанси України*. 2017. № 4. С. 75—93.
2. Дзюблюк О. Монетарна політика як ключовий важіль реалізації антикризових заходів в економіці. *Банківська справа*. 2017. № 2. С. 3—26.
3. Гриценко А.А., Кричевська Т.О. Теоретичні основи грошово-кредитної політики. *Економічна теорія*. 2011. № 1. С. 90—106.
4. Кричевська Т. Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз. *Економіст*. 2016. № 5. С. 4—11.

5. Шульга Н.П., Уманців Ю.М., Мельниченко О.В. Рефінансування банків. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. 324 с.

6. Козюк В. Фінансова глибина: легше потонути, ніж пояснити. URL: https://dt.ua/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasniti-330610_.html

7. Козюк В.В. Незалежність центробанків та інфляція: фрагментаризація суспільства vs верховенство права. *Фінанси України*. 2019. № 3. С. 7—21.

8. Danylyshyn B., Bohdan I. Developing a system of anti-crisis measures for Ukraine's economy in the spread of the coronavirus pandemic. *Banks and Bank Systems*. 2020. Vol. 15. Issue 2. P. 1—15.

9. Данилишин Б. М. Якою має бути економічна терапія від Нацбанку. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/04/28/659916>

10. Данилишин Б.М. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. № 2. С. 9—25.

11. Данилишин Б.М. Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*. 2020. № 2. С. 7—24.

12. Райнгарт К., Рогофф К. Циклічна історія фінансових криз / пер. з англ. О. Кальнова. Київ: Наш формат. 2019. 544 с.

13. Бортніков Г. П. Заходи реагування центральних банків і банківської спільноти на епідемію коронавірусу. *Фінанси України*. 2020. № 3. С. 65—79.

References:

1. Mischenko, V.I. and L'on, I.M. (2017), "The role of monetary regulation in stimulating economic development", *Finansy Ukrainy*, vol. 4, pp. 75—93.
2. Dziubliuk, O.V. (2017), "Monetary policy as a key lever for the implementation of anti-crisis measures in the economy", *Bankiv'ska sprava*, vol. 2, pp. 3—26.
3. Hrytsenko, A.A. and Krychevs'ka, T.O. (2011), "Theoretical foundations of monetary policy", *Ekonomichna teoriia*, vol. 1, pp. 90—106.
4. Krychevs'ka, T.O. (2016), "Monetary policy as an element of the social contract: logical-historical analysis", *Ekonomist*, vol. 5, pp. 4—11.
5. Shul'ha, N.P. Umantsiv, Yu.M. and Mel'nychenko, O.V. (2017), *Refinansuvannia bankiv [Refinancing of banks]*, Kyivs'kyj natsional'nyj torhovel'no-ekonomichnyj universytet, Kyiv, Ukraine.
6. Koziuk, V.V. (2019), "Financial depth: easier to drown than to explain", *ZN.ua*, [Online], vol. 45, available at: https://dt.ua/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasniti-330610_.html (Accessed 14 May 2020).
7. Koziuk, V.V. (2019), "Central bank independence and inflation: fragmentation of society vs rule of law", *Finansy Ukrainy*, vol. 3, pp. 7—21.
8. Danylyshyn, B. and Bohdan, I. (2020), "Developing a system of anti-crisis measures for Ukraine's economy in the spread of the coronavirus pandemic", *Banks and Bank Systems*, vol. 15, pp. 1—15.
9. Danylyshyn, B.M. (2020), "What should be the economic therapy from the National Bank", *Ekonomichna pravda*, [Online], available at: <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/04/28/659916> (Accessed 14 May 2020).
10. Danylyshyn, B.M. (2018), "The main directions of monetary policy of Ukraine", *Finansy Ukrainy*, vol. 2, pp. 9—25.
11. Danylyshyn, B.M. (2020), "Prospects for improving the monetary policy of Ukraine", *Finansy Ukrainy*, vol. 2, pp. 7—24.
12. Rajnhart, K. and Rohoff, K. (2019), *Tsyklichna istoriia finansovykh kryz [Cyclical history of financial crises]*, Nash format, Kyiv, Ukraine.
13. Bortnikov, H.P. (2020), "Central bank and banking community response to the coronavirus epidemic", *Finansy Ukrainy*, vol. 3, pp. 65—79.

Стаття надійшла до редакції 15.05.2020 р.