



Razumkov
centre

Аналітична записка

ГОТОВНІСТЬ ДО МОНЕТАРНОЇ ЕКСПАНСІЇ

Василь ЮРЧИШИН
директор економічних і
соціальних програм
Центру Разумкова



Київ 2023

ГОТОВНІСТЬ ДО МОНЕТАРНОЇ ЕКСПАНСІЇ

Сьогодні, попри війну, завдяки підтримці партнерських країн, макроекономічні баланси і гривня виглядають достатньо врівноваженими, і як грошова, так і банківська системи продовжують виконувати покладені на них функції. Для висхідних економік, які потребують економічного прискорення, чи не найбільш важливим є простий доступ економічних агентів до грошових ресурсів, що може забезпечити лише банківська система через розширену пропозицію грошей (монетарну експансію).

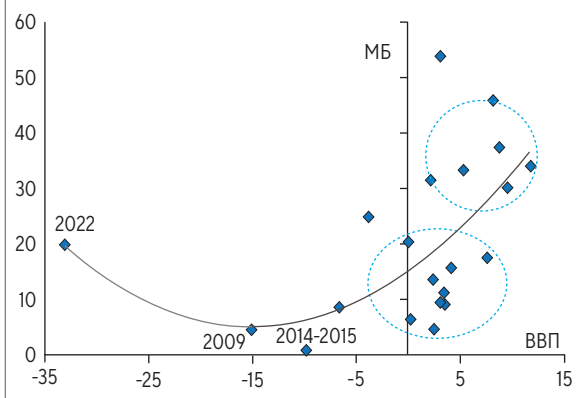
Саме завдяки послідовній монетарній експансії, яка сприяє забезпеченню платоспроможності національних економічних агентів, країнам часто вдається зміцнити параметри економічного середовища і наростити економічний потенціал для подальшого розвитку. Однак в Україні до монетарної експансії влада ставилась вельми недовіжливо, більше схильючись до інфляційного таргетування.

Однак за нашими спостереженнями, важливим фактором **реального економічного зростання в Україні** за останні два десятиліття **виступало саме монетарне розширення**. Так з початку століття в Україні суттєве зростання реального ВВП (7-10%) досягалось у ті роки, коли грошова база зростала на 30-50% (діаграма «Зростанням реального ВВП і грошової бази в Україні»). Обмеження ж зростання грошової маси (нижче 10%) асоціюється із слабким зростанням і навіть падінням реального ВВП.

У структурі формування монетарної бази виокремлюються чисті внутрішні активи (внутрішній кредит) і чисті зовнішні активи. Останні є складовою резервних активів, якими володіє центральний банк країни. Іншими словами, активи центрального банку складаються з валютних резервів (активів, номінованих в іноземній валюті; високоліквідних активів, емітованих іноземними фінансовими агентами; а також дорогоцінних металів — насамперед золота) і внутрішніх активів (боргових зобов'язань публічного та приватного секторів — найчастіше банківських чи інших фінансових інститутів країни). При цьому, складовою (в багатьох випадках найвагомішою) чистих внутрішніх активів є чисті вимоги центрального банку країни до центрального уряду,

**ЗРОСТАННЯМ РЕАЛЬНОГО ВВП (горизонтальна вісь)
І ГРОШОВОГО АГРЕГАТУ МБ (вертикальна вісь)
В УКРАЇНІ,**

% до попереднього року



адже зазвичай центральний банк утримує вагомому частку державних облігацій, розміщуваних урядом для фінансування власних дефіцитів.

Ситуацію, коли відбувається нарощування чистих активів за рахунок збільшення кредитів уряду, часто називають «друкуванням незабезпечених грошей» і (не)обґрунтовано пов'язують з інфляцією. Тому для стабілізаційних програм, насамперед для висхідних країн, загалом є характерною вимога обмеженого фінансування центрального банком країн фіскальних потреб уряду.

Є підстави стверджувати, що:

- ✓ скорочення зовнішніх активів центрального банку (зокрема, проведення валютних інтервенцій на підтримку національної валюти) за інших рівних умов означає і скорочення грошової бази, а з тим — і скорочення пропозиції грошей;

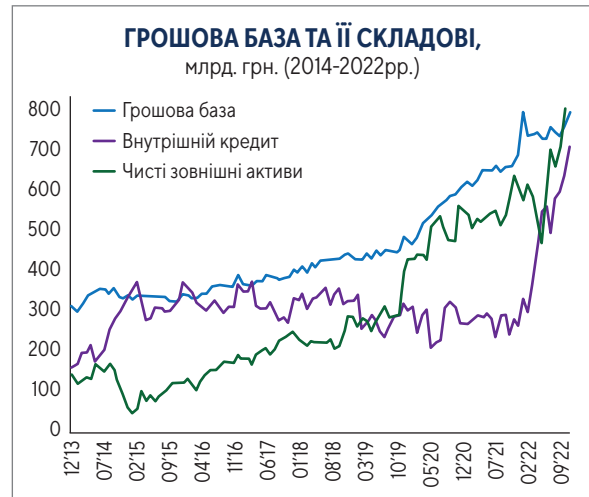
- ✓ при скороченні чистих зовнішніх активів і бажанні утримати сталою пропозицію грошей необхідним є нарощування внутрішніх активів (з ризиками розкручування інфляційної чи девальваційної спіралі);
- ✓ приплив валютних коштів у національну економіку є чинником нарощування пропозиції грошей, з «тиском» до зміцнення національної валюти (протидія чому потребує т.зв. стерилізації «надлишкових» грошей).

Саме на рівні вказаних головних складових проявляється безпосередній зв'язок монетарної та фінансової політики. Зокрема, збільшення портфеля банківської системи (центрального банку чи депозитних банків) за рахунок державних цінних паперів призводить до зростання грошової бази (ї маси) і далі призводить до «надлишкової» пропозиції ресурсів, номінованих у національній валюті. Особливістю розвинутих країн із міцними макроекономічними і фінансовими інститутами, стійкою купівельною спроможністю національної грошової одиниці є те, що розширення пропозиції грошей відбувається переважно шляхом нарощування внутрішнього кредитування. Проте таку модель можуть собі дозволити лише дійсно міцні країни з надійним статусом власної національної валюти і міжнародної довіри до неї.

На відміну від вказаної моделі, для багатьох **висхідних країн розширення внутрішніх складових без належного розширення зовнішніх привносить девальваційні та інфляційні ризики.**

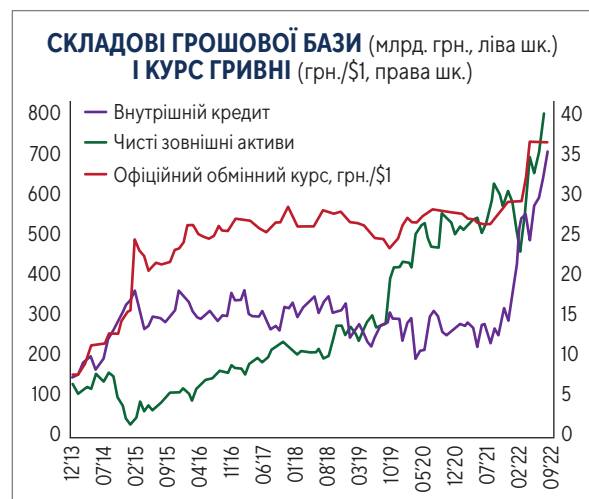
В Україні останніми роками формування монетарної бази відбувалося головним чином за рахунок нарощування чистих зовнішніх активів (і наповнення резервів), а фінансування центральним банком державних витрат, здійснюваних урядом, носило доволі обмежений характер, а то й навіть тяжіло до зменшення (діаграма «Грошова база та її складові»).

Лише у період зовнішніх шоків (першої фази російської агресії 2014р. і повномасштабного вторгнення на початку 2022р.) активне використання ресурсів НБУ (у т.ч. спрямованих як на фінансування урядових потреб, так і валютних інтервенцій) призводило до «витіснення» внутрішнім



кредитуванням зовнішньої складової, що було цілком виправданим і підтверджує допустимість активного нарощування внутрішніх активів для приборкання монетарних шоків.

Розширення зовнішніх активів при утриманні «нейтральної» позиції НБУ (досить стійкий рівень облігацій, власником яких був НБУ) у 2015-2019рр. і розширення монетарної бази (як вказано вище) мало стабілізуючий вплив на курсову динаміку, в окремі періоди гривня навіть демонструвала тенденції до зміцнення (діаграма «Складові грошової бази і курс гривні»).



Поряд з цим, хоча й за теорією заведено вважати, що надмірне розширення внутрішнього кредитування може стати джерелом інфляційної напруги, проте *емпіричні дані з реальної практики* висхідних країн не підтверджують наявності строгого зв'язку. А власний досвід України засвідчує, що нарощування внутрішніх грошових агрегатів не має в українських умовах помітного впливу на інфляційну динаміку.

В Україні інфляція залишалась на досить високому рівні навіть у періоди зменшення внутрішнього кредитування, а інфляційні шоки радше пов'язувались із адміністративними рішеннями щодо цінових змін (зокрема, в житлово-комунальних тарифах), аніж були відбиттям руху монетарних агрегатів (діаграма «*Темпи інфляції в Україні та обсяги чистого внутрішнього кредиту НБУ*»). А тому для випадку України намагання виключно монетарними засобами (насамперед шляхом маніпулювання базовими процентними ставками) впливати на інфляційну динаміку не є коректним підходом.



Таким чином, є підстави говорити про, з одного боку, досить слабкі безпосередні впливи монетарних агрегатів на інфляційну динаміку в Україні, з іншого – високий незабезпечений попит українського бізнесу на доступні фінансові ресурси, необхідні для розвитку. За таких умов зміни в монетарних агрегатах можуть і не призвести до бажаних цінових змін (а тому й не буде адекватної і бажаної реакції ринкових агентів на застосування державою інструментів економічної політики). А з тим – ставить під сумнів доречність запровадження механізмів, притаманних (традиційному) інфляційному таргетуванню.

Більше того, слід нагадати, що цінова стабільність зазвичай не є єдиною метою діяльності центральних банків, і тому оцінка ефективності діяльності центрального банку також залежить від того, наскільки йому вдається забезпечити досягнення й інших цілей та ключових завдань, які висуваються

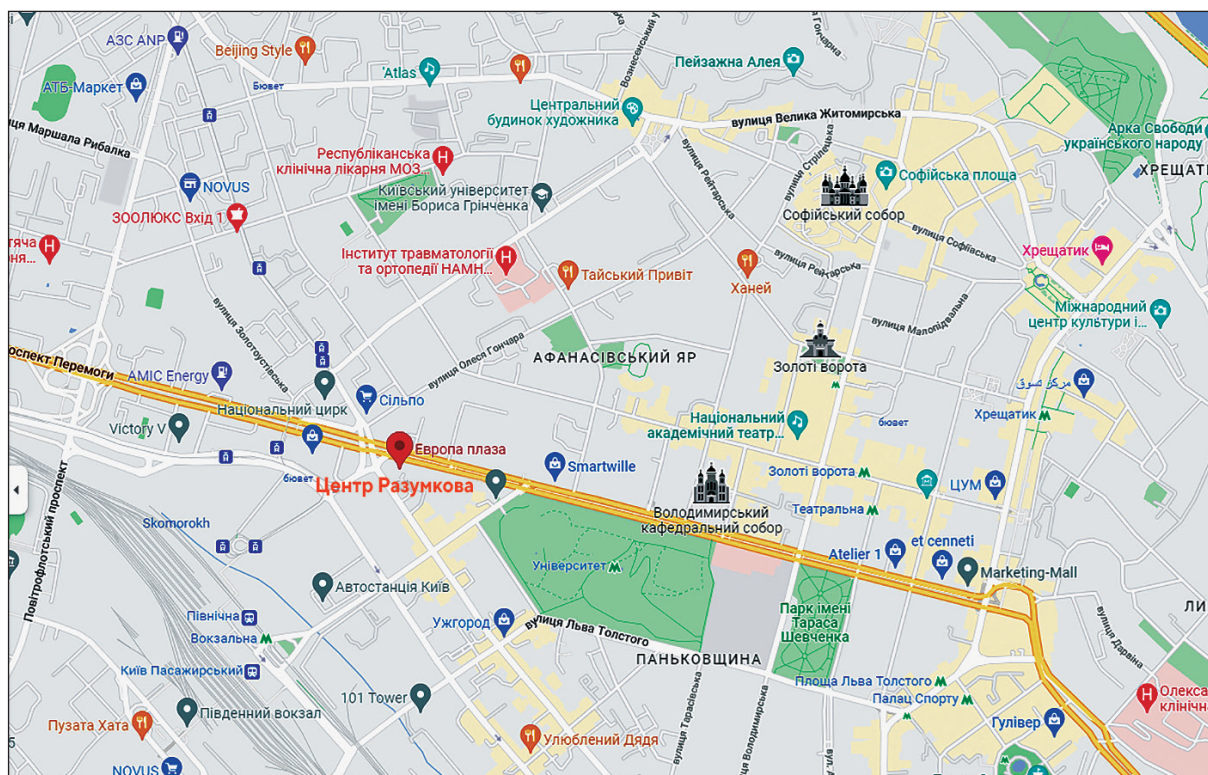
перед центральними банками (найчастіше йдеться про економічне зростання і підвищення зайнятості).

Хоча цінова стабільність є передумовою економічного зростання, однак, для висхідних економік, які потребують економічного прискорення, часто важливішим є доступ до грошових ресурсів, що може забезпечити банківська система через розширену (і прискорену) пропозицію грошей (монетарну експансію). Так, «класичним» прикладом сьогодення є Туреччина, яка у 2021р. при річній інфляції у майже 20% досягла понад 11% зростання ВВП (у 2022р. показники були ще суперечливіші – зростання 5%, інфляція – 73%).

Саме **завдяки стійкій монетарній експансії**, яка сприяє доступу економічних агентів до грошових і фінансових ресурсів, забезпеченню платоспроможності і посиленню ефективності використання ресурсів, країнам вдається **зміцнити макроекономічне середовище і наростити економічний потенціал для подальшого розвитку**.

Сьогодні найважливішим завданням для України є прискорене економічне відновлення, у т.ч. завдяки монетарній експансії, і мінімально необхідними політичними напругами мають стати:

- ✓ збереження і зміцнення партнерських відносин з провідними розвинутими країнами, що дозволить забезпечити стійкий приплив валютних ресурсів до України, які зможуть наповнити резерви, підтримати гривню, гарантувати виконання зовнішньоторгових зобов'язань;
- ✓ відмова від пріоритетності інфляційного таргетування, послідовне втілення і реалізація монетарних інструментів, які дозволять активізувати монетарну експансію – зменшити процентну ставку і резервні вимоги, розширити операції на відкритому ринку, у т.ч. збільшити портфель НБУ у частині цінних паперів;
- ✓ запровадження механізмів та індикаторів, які засвідчуватимуть відповідальність і дієвість НБУ у посиленні ділової та інвестиційної привабливості країни, відновленні зростання і розвитку.



Наша адреса:

01032, м. Київ, бул. Тараса Шевченка, 33-б, 7-й поверх

Телефон: (38 044) 201-11-98

Факс: (38 044) 201-11-99

е-mail: info@razumkov.org.ua

Веб-сторінка: www.razumkov.org.ua