

УДК 338.23:336.74

*О.В. Костюк, Українська академія банківської справи*

## ТРАНСФОРМАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ У МОНЕТАРНІЙ ПОЛІТИЦІ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ КРАЇН ІЗ ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

*У статті досліджуються мотиви, наслідки і зміст реформування підходів центральних банків країн з перехідною економікою до реалізації грошово-кредитної політики протягом останнього десятиріччя.*

*Ключові слова: грошово-кредитна політика, монетарні режими, операційна структура монетарної політики, політика обов'язкових резервів, операції відкритого ринку.*

Початок 90-х років ХХ ст. ознаменувався формуванням нових потенційно привабливих інвестиційних зон у центрі Європи, представлених країнами, що були об'єднані в минулому простором соціалістичного табору. Постійно зростаючі потоки міжнародного капіталу, в тому числі й спекулятивного, створювали загрозу для курсової та цінової стабільності на ринках товарів та послуг, що й обумовило необхідність перегляду центральними банками країн з перехідною економікою концепцій оптимальних монетарних режимів, реалізації стабілізаційних програм та реформування підходів до управління ліквідністю грошового ринку. В цьому сенсі, узагальнення досвіду центральних банків країн з перехідною економікою в частині реформування профілю монетарної політики та ознайомлення із концептуальними підходами до управління ліквідністю грошового ринку є важливим для практики реалізації грошово-кредитної політики Національним банком України в умовах зростаючої відкритості національної економіки, а отже обумовлює актуальність запропонованого до уваги дослідження, об'єктом якого визначено процес формування й реалізації нового ринкового механізму грошово-кредитної політики у країнах із перехідною економікою.

Аналізуючи підходи центральних банків країн з перехідною економікою до реформування власного профілю монетарної політики, в першу чергу, треба звернути увагу на принципові зміни, що відбулися у баченні стратегічних цілей, які визначають домінуючий монетарний режим. Режими таргетування грошових агрегатів, які існують у більшості країн з перехідною економікою, виявилися невідомими в умовах постійного перевищення темпів приросту грошової маси над цільовими орієнтирами, як наслідку дії певних факторів (від суто національних до загальних): непередбачуваності реального попиту на гроші в умовах неререформованих податкових систем, непрозорості умов

функціонування для окремих галузей господарства, надмірної активності центральних банків в частині стерилізаційних заходів тощо. В цілому, погіршення ситуації на світових фінансових ринках з 1996 по 1997 р., зростання дефіцитності бюджетів, проведення політики підтримки національної валюти призводили до тиску на валютні курси, до спекулятивних атак, стерилізацію та нівелювання дії яких центральні банки не завжди могли забезпечити фізично. Таким чином, дестабілізуюча дія зазначених режимів на банківську ліквідність та грошовий обіг в окремих країнах була очевидною, що й обумовило перехід до ринково орієнтованого режиму інфляційного таргетування, засади якого реалізовані в єврозоні і набувають подальшої популярності в розвинутих країнах. Еволюція монетарних режимів в країнах з перехідною економікою наведена в табл. 1.

Після валютних криз 90-х років застосування окремими країнами режиму обмінного валютного курсу фактично також мало місце в своїх граничних проявах: вільного плавання чи валютного правління (*currency board*). Останній був популярним на ринках країн, які навряд чи можна було назвати "стратегічними" для міжнародних інвестицій. І, на думку експертів, актуальність цього режиму стає більш сумнівною з урахуванням подій в Аргентині 2001 р. "Вільне плавання" національної валюти, пов'язане із застосуванням режиму, заснованого на безпосередньому визначенні монетарною владою певних інфляційних орієнтирів як сигнальних орієнтирів для операторів ринку, найбільш відповідає ринковому характеру відносин [5].

Таким чином, в ході реформ центральні банки сконцентрували свою увагу на формуванні ринкового механізму грошових відносин та створенні дієвого трансмісійного механізму як запоруки підвищення ефективності грошово-кредитної політики.

Таблиця 1

Еволюція монетарних режимів у країнах із перехідною економікою

Країни	Роки							
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Болгарія	█	█	█	█	█	█	█	█
Естонія	█	█	█	█	█	█	█	█
Латвія	█	█	█	█	█	█	█	█



Румунія	47,3	32,1	10,3
Болгарія	39,1	27,4	11,4

Аналізуючи дані, подані у таблиці, можна зробити припущення про існування залежності між стабільністю грошового ринку та інтенсивністю використання центральними банками країн з перехідною економікою такого інструмента грошово-кредитної політики, як операції на відкритому ринку. Більше того, за умов недостатньо розвинутого ринку капіталів цих країн, лише зважена політика управління зовнішнім боргом та формування золотовалютних резервів дозволили, по суті, нівелювати негативний вплив потоків капіталу на грошовий ринок та його складову – міжбанківський ринок.

Саме з цим сегментом найчастіше ототожнюється поняття грошового ринку в країнах із перехідною економікою. І саме структура міжбанківських кредитів за строком, на думку експертів, є найбільш яскравим індикатором ступеня його розвитку. Прогрес у розвитку ринку міжбанківського кредиту знаходиться у прямій залежності від частки короткострокових кредитів у структурі кредитів на міжбанківському ринку. Тобто ринок міжбанківського кредиту, який ефективно функціонує, має на меті сприяти вирішенню короткострокових проблем з ліквідністю

комерційних банків, наприклад в частині виконання резервних вимог центрального банку [3].

Як зазначають Й. Тозовський та Е. Вельтеке, найбільш вагомим здобутком центральних банків Чехії та Польщі у напрямку управління ліквідністю грошового ринку є оптимізація структури міжбанківського ринку за термінами кредитів. Так, якщо в 1996 р. на ринку міжбанківських кредитів Чехії домінували запозичення зі строком повернення до 30 діб, то на початку 2002 р. найбільшим попитом на ринку користувалися запозичення зі строком погашення до 7 діб, тобто близько 75 % угод на ринку міжбанківського кредиту укладалися з метою вирішення короткострокових проблем ліквідності.

При цьому механізм підтримки короткострокової ліквідності (як правило, однодобової) за принципом постійно діючих механізмів існує в монетарному операційному профілі цих центральних банків у вигляді ломбардного кредиту, який поступово втрачає актуальність і поступається за обсягами операціям ринкового характеру, про що свідчать дані рис. 1.

Щодо реформування засад реалізації резервної політики, в операційній структурі монетарної політики центральних банків таких країн, як Польща, Чехія, Словаччина та Угорщина, обов'язкові мінімальні резерви виконують класичну буферну функцію, що підвищує якість управління ліквідністю

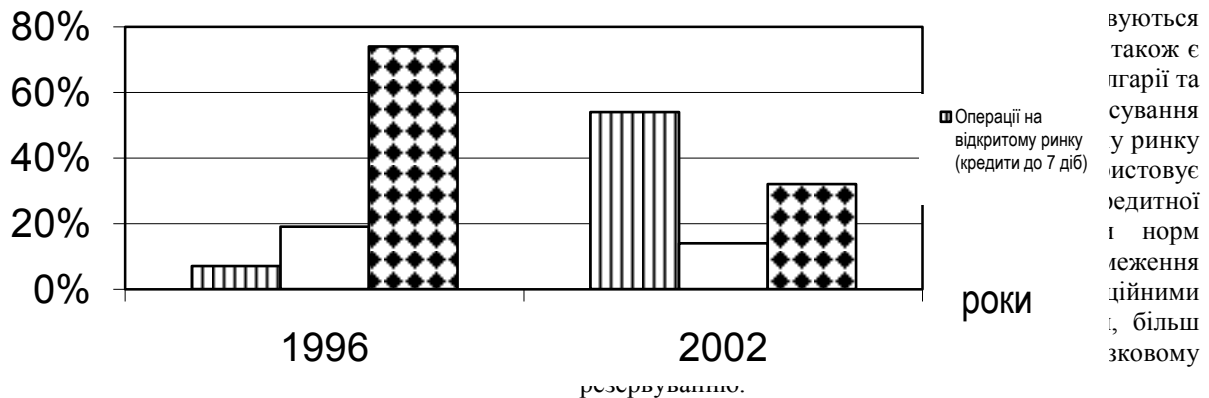


Рис. 1. Структура операцій рефінансування Банком Чехії

В цілому можна визначити, що реформування політики резервних вимог центральними банками країн з перехідною економікою протягом останніх років проводиться з урахуванням досвіду розвинутих країн, де обов'язкові резерви використовуються не стільки як інструмент впливу на мультиплікаційний ефект кредитної експансії, скільки як такі, що

підтримують (через буферну функцію) та супроводжують більш активні монетарні інструменти ринкового характеру. Саме ця властивість обов'язкових резервних вимог є головним аргументом на користь їх присутності в операційному профілі монетарної політики. При цьому поступове зниження норм резервування, введення механізмів

винагородження, лібералізація умов формування та виконання резервних вимог, що мають місце протягом останніх років у практиці центральних банків провідних країн, свідчить лише про вдосконалення самого механізму формування резервних вимог з метою нівелювання їх негативного впливу на ліквідність банків.

Стосовно вітчизняної практики треба зазначити, що протягом останніх років Національний банк України формує власну модель грошово-кредитної політики, виходячи із економічних передумов та специфіки фінансової системи країни, відповідно до загальносвітових тенденцій. Аналізуючи профіль монетарної політики в частині стратегічних цілей, зазначимо, що НБУ проводить політику, спрямовану, з одного боку, на контроль за темпами інфляції, річне значення якої не повинно перевищувати встановлений програмний показник, а з іншого – на створення монетарних передумов для підтримання процесів економічного зростання, що в свою чергу потребує забезпечення зростаючого попиту на гроші з боку суб'єктів господарювання. При цьому, за свідченнями експертів, контроль за грошовою пропозицією через розробку цільових критеріїв за монетарними агрегатами, як найважливіший механізм забезпечення економічного зростання, а також зовнішньої та внутрішньої стабільності національної валюти, на даному етапі розвитку країни втрачає актуальність, оскільки вирішальними факторами утримання кількісних показників монетарних орієнтирів у заданих межах є, на жаль, не завжди об'єктивні умови [1]. Тому логічним і зрозумілим стало декларування Національним банком в основних засадах грошово-кредитної політики на 2002-2003 рр. поступового переходу до монетарного режиму таргетування інфляції, який передбачає більш високу інформаційну прозорість політики, публічне оголошення середньострокових номінальних показників цільового рівня, інституційний вибір цінової стабільності як основної довгострокової мети грошово-кредитної політики [2]. Саме цей монетарний режим дає можливість аналізувати інформаційні сигнали, які генерує ринок, і рефлексія якого може мати як монетарну, так і немонетарну природу. При цьому на операційному рівні грошово-кредитної політики цей монетарний режим ототожнюється з побудовою сигнального механізму на базі використання процентних ставок грошового ринку як інформаційної складової стратегії управління ліквідністю грошового ринку.

Відповідно до зазначених змін на стратегічному рівні грошово-кредитної політики НБУ в операційній структурі профілю монетарної політики також мали місце відповідні зміни, а саме: 1) формування передумов для надання операціям відкритого ринку (операціям з рефінансування) домінуючої ролі; 2) поступове зниження відносного значення резервних вимог як монетарного інструмента.

Реформування системи резервних вимог в частині порядку і норм резервування коштів відбувається з урахуванням світового досвіду в напрямку зменшення

норми резервування та встановлення диференційованих нормативів для різних видів депозитів, що, безумовно, знаходить відповідну підтримку і позитивну реакцію в банківських колах. Проте стверджувати, що за цих умов обов'язкові резерви, як інструмент грошово-кредитного регулювання, повинні відійти на другий план, підтримуючи (через буферну функцію) та супроводжуючи більш активні монетарні інструменти ринкового характеру, які мали місце в практиці центральних банків розвинутих країн, зарано. Оскільки в умовах відсутності нормально функціонуючого фондового ринку, обмеженості інструментарію монетарного впливу, непрозорості у стосунках між монетарною владою та банківництвом, саме на резервні вимоги лягає основний тягар управління грошово-кредитним ринком.

З огляду на вищезазначене передумовою впровадження передового світового досвіду повинно бути створення умов для стабілізації грошово-кредитного ринку, а саме: 1) оптимізація структури міжбанківських кредитів за строками; 2) підвищення дисципліни комерційних банків щодо формування обов'язкових резервів; 3) налагодження сигнального механізму грошово-кредитної політики шляхом посилення інформаційної складової короткострокових ставок грошового ринку; 4) надання більш вагомому статусу ринковим механізмам монетарного впливу, зокрема, операціям відкритого ринку.

*Список літератури*

1. Гребеник Н.І. Особливості інструментів монетарної політики Національного банку України // Вісник НБУ. – 2002 (червень).
2. Кузнецов О. Стратегічний вибір НБУ // Бюлетень експертно-аналітичного центру з питань грошово-кредитної політики Ради НБУ. – 2002. – № 1.
3. Goodhart, Charles A. E. Central Bankers and Uncertainty. Bank of England Quarterly Bulletin. – 1999. – № 2. – P. 102-114.
4. Horska, H. Inflation targeting and disinflation in Czech Republic // Kiel Institute Working paper series. – 2001 (October).
5. IMF Survey. – 2001. – Vol 30. – № 2 (January, 22).
6. Jozef Van't Dack. Implementing monetary policy in emerging markets economies: an overview of issues. BIS, Policy Papers. – 1999 (March). – № 5.
7. Yetman, J. Money Markets in Developing Countries // Economic Studies Issue. – 2001. – № 6.

*Summary*

The article investigates incentives, results and contents of reforming the approaches of central banks of countries of economics in transition to implement monetary policy during last decade.