

Баланс Національного банку України: до, під час та після кризи¹

■ Ірина Качур
Національний банк України

■ Володимир Лепушинський
Національний банк України

■ Роберт Замміт²
Банк Англії (тимчасово направлений для роботи в Національному банку України)

Погляд на еволюцію балансу центрального банку надає унікальну можливість зробити висновок щодо сил, які впливають на нашу економіку, та реакції на них центрального банку. У статті розглядається еволюція центрального банку за період 2001 – 2016 років із фокусом на явних та неявних пріоритетах монетарної політики в різні періоди. Також нами проведено симуляційні розрахунки, які дають змогу показати, яким буде баланс НБУ в наступні п'ять років, урахувавши поточні пріоритети монетарної політики. Стаття завершується висновками щодо можливої фінансової позиції НБУ в майбутньому і рекомендаціями щодо підсилення фінансової стійкості НБУ, яка важлива для забезпечення його тривалої незалежності.

Класифікація JEL: E58, E61, G01

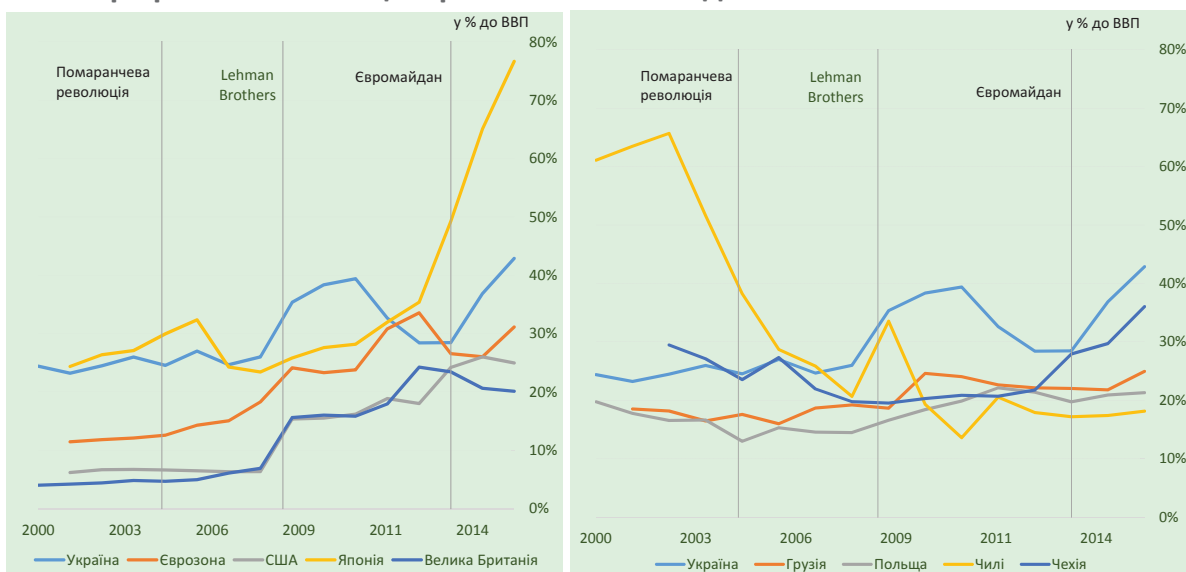
Ключові слова: фінанси центрального банку, Національний банк України, незалежність центрального банку, грошово-кредитна політика.

1. Вступ

Глобальна економічна криза 2008 року мала наслідком суттєве розширення балансів центральних банків у всьому світі, що відображало зусилля політики зі стабілізації фінансової системи та економічного зростання. У 2014 – 2015 роках тривало розширення балансу і Національного банку України у відповідь на комбінацію ефектів від кризи платіжного балансу, фіскальної і банківської криз на тлі колапсу довіри в економіці, політичної турбулентності та військової агресії.

Баланси НБУ та інших центральних банків відносно ВВП як в економічно розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, нині в кілька разів більші, ніж десять років тому.

Графік 1. Баланси центральних банків відносно номінального ВВП



■ Стаття є перекладом оригінальної статті англійською мовою. У разі будь-яких розбіжностей між оригінальною статтею та її перекладом українською мовою англійська версія статті має переважний статус.

¹ Точка зору авторів може не збігатися з офіційною позицією Національного банку України або Банку Англії.

² З подякою Артуру Бризгалову та Олексію Нагурському за допомогу в дослідженнях.

Призначення балансів центральних банків дуже відрізняється від призначення балансів комерційних банків. Тоді як баланси комерційного сектору мають виключно підприємницьку функцію – спрямування коштів від тих, хто має заощадження, до позичальників, баланси центральних банків виконують важливу політичну функцію через надання коштів центрального банку економіці.

Погляд на еволюцію балансу центрального банку дає унікальну можливість зробити висновок щодо сил, які впливають на нашу економіку, та реакції на них центрального банку. Так само розмірковування щодо сил, які впливатимуть на баланс центрального банку в майбутньому, допоможе нам зрозуміти, які можливості він має для виконання своїх ключових функцій щодо забезпечення цінової і фінансової стабільності та підтримки економічного зростання.

Стаття побудована таким чином. У розділі 2 використовується модель спрощеного балансу центрального банку для пояснення його основних складових. У наступному розділі ми розглядаємо еволюцію балансу НБУ за період 2001 – 2016 років. У наступних розділах презентуємо прості симуляційні розрахунки, які відображають можливу еволюцію балансу НБУ в період 2016 – 2020 років, і даємо кілька рекомендацій щодо політики.

2. Спрощений баланс центрального банку: стислий огляд літератури

Відповідно до визначення Archer та Moser-Voehm (2013) структура балансу центрального банку не є предметом, щодо якого особи, відповідальні за монетарну політику, приймають рішення щоденно. Проте в кінцевому підсумку результатом саме політичного рішення є те, які статті балансу центральний банк коригуватиме ендогенно, а які активно використовуватиме в процесі проведення монетарної політики. Наш аналіз балансу центрального банку сфокусований не лише на абсолютних і відносних величинах балансу, а й на структурі статей у ньому.

Почнемо з простої моделі балансу центрального банку, наведеного у таблиці 1.

Таблиця 1. Спрощений баланс центрального банку

<i>Активи</i>	<i>Зобов'язання та власний капітал</i>
Зовнішні активи	Готівка в обігу
Внутрішні активи	Резерви комерційних банків (Кореспондентські рахунки в центральному банку)
	Цінні папери, емітовані центральним банком
	Власний капітал

На додаток до власного капіталу зобов'язання центрального банку відображають два джерела попиту на його кошти: попит на готівку і попит комерційних банків на кошти на рахунках у центральному банку. Активна частина балансу відображає активи, які центральний банк придбав (за рахунок регулярних операцій на відкритому ринку або прямої купівлі) і які є забезпеченням його зобов'язань.

Зобов'язання

Так само, як у будь-якому іншому балансі, зобов'язання центрального банку – це заборгованість перед іншими суб'єктами, які виникають унаслідок проведення ним операцій.

Готівка є одним із найбільших компонентів пасиву балансу центрального банку. Вона надається центральним банком на вимогу комерційних банків, які, в свою чергу, надають її клієнтам для задоволення їхніх потреб.

Іншу значну частку зобов'язань центрального банку становлять кореспондентські рахунки комерційних банків, відкриті в центральному банку. Кореспондентські рахунки – це високоякісні активи комерційних банків, які зберігаються в центральному банку, а суми коштів на окремих рахунках коливаються залежно від розрахунків між комерційними банками, котрі здійснюються через центральний банк.

У деяких країнах центральні банки можуть встановлювати для кожного банку певну суму коштів, яка має зберігатися на кореспондентському рахунку. В інших країнах комерційні банки самі встановлюють суму, яку вони хотіли б мати на своєму кореспондентському рахунку протягом визначеного періоду.

Зобов'язання центрального банку можуть також включати депозитні сертифікати – короткострокові монетарні інструменти, емітовані центральним банком і реалізовані серед банків. Депозитні сертифікати зазвичай емітуються в ролі засобу поглинання надлишкової ліквідності з комерційного банківського сектору³.

Готівка, кореспондентські рахунки банків і депозитні сертифікати разом становлять так звані гроші центрального банку.

Активи

Активи центрального банку включають ті активи (внутрішні та зовнішні), які “забезпечують” його зобов'язання.

Зовнішні активи включають активи, виражені у валютах, відмінних від національної валюти, а також запаси дорогоцінних металів, наприклад, золота. У деяких країнах зовнішні активи включають державні активи в іноземній валюті, якщо вони перебувають на балансі центрального банку.

Внутрішні активи включають борг, номінований у національній валюті, залучений як державою, так і приватним сектором. Внутрішній борг може складатися з державного боргу, отриманого під час регулярних короткострокових операцій центрального банку на грошовому ринку. Останнім часом, особливо в країнах, які запровадили режим кількісного або кредитного пом'якшення, ця категорія включає також державні борги, борги фінансових та нефінансових корпорацій, придбані безпосередньо центральним банком, а іноді від імені уряду з метою збільшення ліквідності в економіці.

Активи центрального банку також включають кредити центрального банку фінансовому сектору (як правило, банкам) для забезпечення їхньої ліквідності та стабілізації кредитних операцій.

Власний капітал центрального банку

На відміну від приватних фінансових інституцій, центральні банки не повинні дотримуватися нормативних вимог щодо капіталу (Rule, 2015). Враховуючи те, що центральні банки, як правило, належать державі, рішення про те, яку суму капіталу повинен мати центральний банк, радше, є політично-економічним, аніж суто фінансовим.

Питання, чи важлива фінансова стійкість центрального банку для його спроможності досягати своїх цілей, широко обговорювалося в науковій літературі. Як зазначив колишній Голова Банку Японії Тошіхіко Фукуї (Fukui, 2003), поширена думка, що занепокоєння центрального банку стосовно власного капіталу, як правило, фокусується на “політично-економічних інстинктах”, аніж просто на економічних чинниках. У результаті буфери капіталу в центральних банках, як правило, істотно відрізняються в розрізі країн.

На сьогодні не існує загального консенсусу щодо обсягу капіталу, який повинен мати центральний банк.

Незважаючи на те, що теоретично центральні банки не обмежені в ліквідності і можуть функціонувати навіть у випадку негативної капіталізації, на думку деяких авторів, сильна балансова позиція центрального банку допомагає підтримувати довіру громадськості до оперативної незалежності і його зобов'язань щодо виконання своєї місії і цілей, а також невтручання з боку політиків. Наприклад, Adler et al. (2012), використовуючи лінійні і нелінійні методи на вибірці із 41 країни, виявили, що фінансова стійкість центрального банку може бути статистично важливим фактором, який пояснює значні негативні відхилення процентної ставки від “оптимального рівня”. На думку Stella (2008; 2011), інфляція в центральних банках зі слабкими фінансовими позиціями вища в середньому більш як у два рази порівняно із центральними банками із сильнішими фінансовими позиціями.

Аналогічно Perera et al. (2013) проаналізували вибірку країн і знайшли статистично важливий і надійний обернений взаємозв'язок між фінансовою стійкістю центрального банку та інфляцією. На підставі цього вони зробили висновок, що надійний фінансовий стан центрального банку є необхідною передумовою для досягнення бажаних результатів політики. Аналогічно Del Negro and Sims (2015) стверджують, що центральні банки з великими балансами, які складаються з довгострокових активів, повинні мати можливість і бажання просити допомоги для підтримки своїх балансів у фіскальних органів. Інакше їхня здатність тримати під контролем інфляцію може виявитися під загрозою. Benigno and Nisticò (2015) вважають, що за відсутності підтримки з боку центрального фіскального органу (Міністерства фінансів) великі і постійні збитки центрального банку можуть підірвати його довгострокову платоспроможність, що в підсумку завершується тривалим зростанням інфляції.

³ Варто зазначити, що стерилізація надлишкової ліквідності центральним банком і пов'язане із цим скорочення кореспондентських рахунків комерційних банків у центральному банку ні в якому випадку не знижує спроможність комерційних банків надавати кредити реальному сектору економіки. На думку Peter Stella, колишнього начальника управління монетарних та валютних операцій МВФ, у сучасній монетарній системі паперових грошей та плаваючих обмінних курсів немає ніякої кореляції між кореспондентськими рахунками банків і кредитуванням. І найголовніше те, що банки не кредитують за рахунок “резервів у центральному банку” (Камінська, 2012).

Venecá et al. (2012), навпаки, використовуючи “наскрізний” аналіз країн, дійшли висновку, що пояснювальна сила показників фінансової стійкості центрального банку є досить слабкою. Натомість вони зазначають, що інші фактори (у т. ч. запровадження режиму інфляційного таргетування) повинні мати істотніший вплив на інфляцію.

У цілому взаємозв'язок між фінансами центрального банку та результатами його політики, ймовірно, є досить складним, оскільки в ньому задіяно багато факторів. У своєму аналізі ми не зосереджуємося на прямих зв'язках між капіталом центрального банку та результатами його політики, але, швидше, поділяємо погляди Cukierman (2011), що фінанси центрального банку необхідно оцінювати в широкому контексті інших інституційних аспектів, а саме: межі відповідальності центрального банку, ризиків у його діяльності, незалежності, режиму валютного курсу та особливостей взаємовідносин із фіскальними органами.

Як і Fry (1993), ми також припускаємо, що фіскальна або квазіфіскальна діяльність центральних банків підриває як їхню незалежність, так і цілі монетарної політики.

3. Баланс НБУ до та після кризи

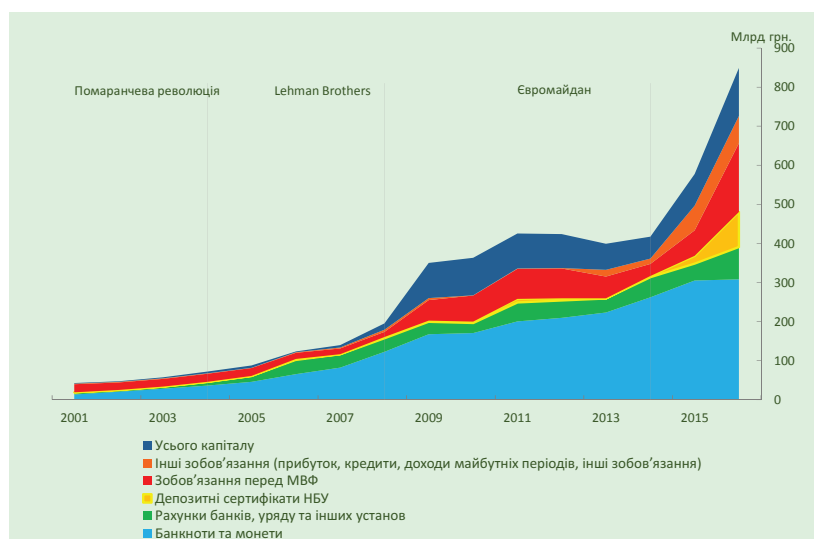
Докризисний період: 2001 – 2007 роки

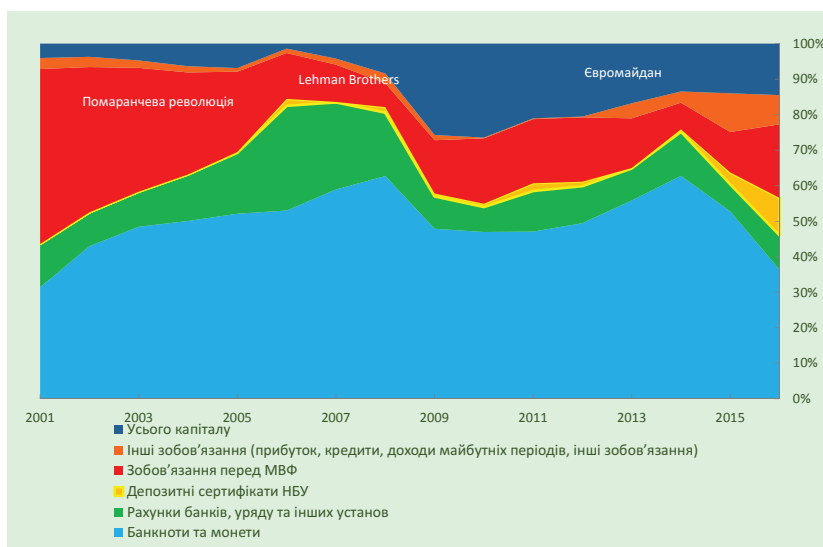
На графіках 2 і 3 відображено зобов'язання та активи НБУ в абсолютному і процентному вираженні з 2001 року дотепер.

Як докризисний період візьмемо 2001 – 2007 роки.

- У складі зобов'язань НБУ домінуючими були три компоненти: банкноти і монети, зобов'язання перед МВФ, які залишилися від минулих програм підтримки, а також рахунки банків та уряду в НБУ. Протягом 2001 – 2007 років стаття “Банкноти та монети” зростає як в абсолютному, так і в процентному вираженні відносно валюти балансу (з 31% на початку 2001 року до 63% на кінець 2007-го), що свідчить про традиційну значущість готівки в економіці України.
- Серед активів НБУ, поза сумнівом, найбільшим компонентом є активи, номіновані в іноземній валюті (включаючи монетарне золото), обсяг яких зріс із 43% на початку 2001 року до 91% на кінець 2007-го, відображаючи наслідки режиму фіксованого валютного курсу в докризисний період.

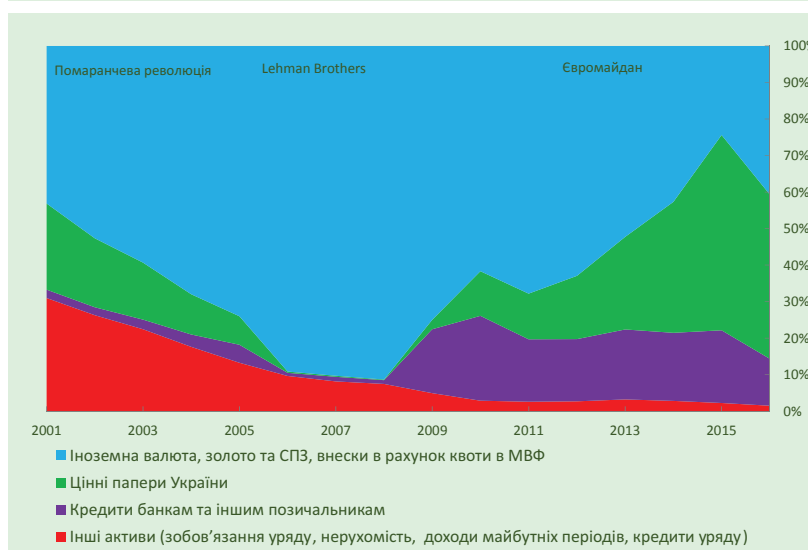
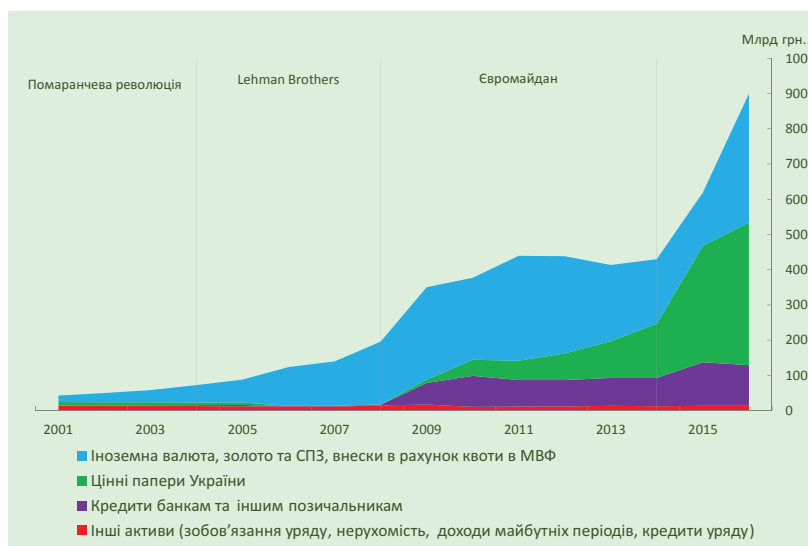
Графік 2. Зобов'язання та капітал НБУ: абсолютні значення та у відсотках до валюти балансу





Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3. Активи НБУ: абсолютні значення та у відсотках до валюти балансу



Джерело: розрахунки НБУ.

Глобальна фінансова криза: 2007 – 2009 роки

Глобальна фінансова криза справила значний вплив на баланс НБУ, обсяги якого зросли з 27% ВВП наприкінці 2007 року до 40% ВВП на кінець 2010-го.

З точки зору основних компонентів збільшення розміру балансу НБУ було викликане двома чинниками.

1. Зміна у міжнародних резервах НБУ. Після початкової корекції гривні восени 2008 року НБУ витратив значну суму золотовалютних резервів під час спроб знайти новий рівень “опори” і захистити національну валюту від подальшого зниження курсу. Офіційні резерви скоротилися з пікового значення в 38 млрд. дол. США в серпні 2008 року до 24.5 млрд. дол. США в квітні 2009-го. Лише після тривалого знецінення гривні і завдяки поліпшенню стану платіжного балансу міжнародні резерви почали відновлюватися. Знецінення гривні означало зростання обсягів капіталу НБУ (темно-синя область на графіку 2) завдяки реалізованому та нереалізованому прибутку, отриманому від переоцінки офіційних золотовалютних резервів у гривневому вираженні (блакитна область на графіку 3).

2. Забезпечення ліквідністю банківського сектору. У відповідь на масові вилучення банківських вкладів, причиною яких були чутки про неплатоспроможність одного з банків, а також наростання напруги у світовій фінансовій системі і зокрема на ринках банківського фінансування, НБУ здійснював численні операції з наповнення ліквідністю банківського сектору. В результаті вимоги НБУ до банків зросли з 6 млрд. грн. у серпні 2008 року до 87.5 млрд. грн. на кінець 2009-го. Таке забезпечення ліквідністю (фіолетова область на графіку 3) призвело до відповідного зростання зобов'язань у вигляді банкнот і монет в обігу (блакитна область на графіку 2). Проте у зв'язку з наступною різкою девальвацією гривні підтримка ліквідності з боку НБУ, спрямована до комерційного банківського сектору, була використана останнім для купівлі іноземної валюти, що спричинило подальший додатковий тиск на курс гривні.

Накопичення дисбалансів: 2010 – 2013 роки

Якщо аналізувати лише з точки зору загального обсягу балансу НБУ, варто зауважити падіння загального обсягу балансу НБУ у відсотках до ВВП з 40% наприкінці 2009 року до 29% на кінець 2013-го. Проте детальніший розгляд компонентів цього балансу демонструє накопичення дисбалансів, які виникли в українській економіці. Ми зосередимося на трьох найважливіших:

1. Неприйнятний таргет валютного курсу та дефіцит поточного рахунку. У 2010 році НБУ вирішив зафіксувати валютний курс на рівні близько 8 гривень за долар США після короткого, проте відчутного періоду волатильності гривні, який супроводжував початкове пристосування економіки у 2008 – 2009 рр. Рішення про де-факто фіксацію валютного курсу означало зобов'язання використовувати міжнародні резерви Національного банку для підтримання певного рівня курсу. В результаті в період із 2010 року до лютого 2014-го обсяги міжнародних резервів у доларовому еквіваленті знизилися з 26.5 млрд. дол. США до 15.5 млрд. дол. США, оскільки слабкий попит на товари українського експорту і високий – на імпортні товари зумовили зростання дефіциту поточного рахунку до 9% від ВВП. Це відображено на графіку 3 як відносне падіння в блакитній області.

2. Дисбаланси у державних фінансах. Обсяг державних цінних паперів у портфелі Національного банку (зелена область на графіку 3), починаючи з 2010 року до лютого 2014-го, зріс із 53 млрд. грн. до 168 млрд. грн. Купівля Національним банком державних облігацій спрямовувалася на фінансування дефіциту державного бюджету та квазіфіскального дефіциту через підтримку НАК “Нафтогаз” і державного банківського сектору. Участь НБУ в цих операціях усувала стимули для держави проводити необхідні реформи в енергетичному та банківському секторах, створюючи порочне коло зростання фіскального і квазіфіскального дефіциту і подальшого його фінансування за рахунок НБУ⁴.

3. Залежний від підтримки НБУ фінансовий сектор. Крім підтримки державного бюджету та фінансування квазіфіскального дефіциту, НБУ також надавав пряму фінансову допомогу комерційному банківському сектору, рефінансуючи кредити, видані під час кризи 2008 року, та видаючи нові. Оскільки обсяг підтримки збільшився, банківський сектор став залежнішим від НБУ, а у випадку дефолту – від остаточного гаранта – держави.

До 2013 року ці дисбаланси були такими, що незважаючи на поліпшення окремих економічних індикаторів, українська економіка ставала все вразливішою до внутрішніх та зовнішніх фінансово-економічних шоків, радше консервуючи нестабільність, яка виникла під час глобальної фінансової кризи 2008 року, аніж долаючи її. Неприйнятність цих дисбалансів проявилася під час кризи 2014 – 2015 рр.

⁴ На кінець 2013 року дефіцит державного бюджету зріс до 4.4% від ВВП, а дефіцит НАК “Нафтогаз” – до 2% від ВВП.

2014 – 2015 рр.: фінансова криза і нормалізація

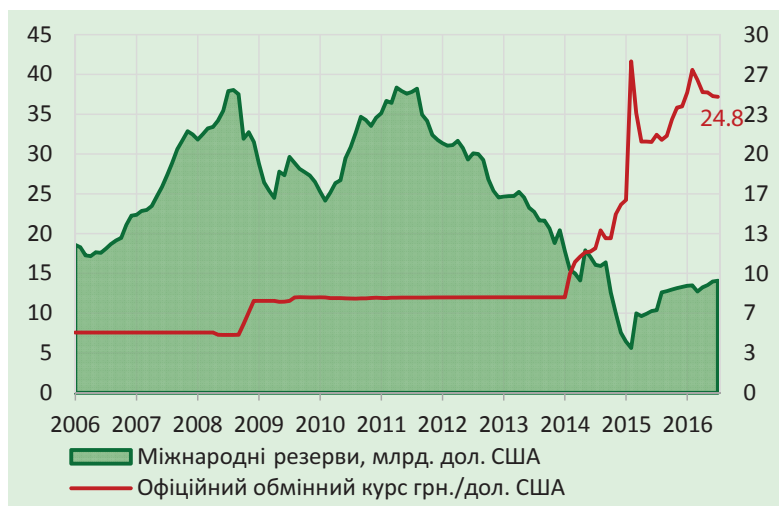
У період із 2014-го до 2015 року баланс НБУ суттєво зріс – із 29% від ВВП на кінець 2013-го до 43% від ВВП на кінець 2015 року, що було результатом впливу фіскальної, банківської криз та кризи платіжного балансу. Цей так званий “ідеальний шторм” був викликаний крахом довіри в економіці, політичною нестабільністю та військовою агресією Росії на початку 2014 року, що підсилювалося наслідками політики попередніх років.

Криза спонукала органи влади до проведення реформ з метою відновлення довіри в економіці та оздоровлення фінансового сектору й у зв'язку із цим спричинила ряд змін у розмірі і структурі балансу Національного банку.

Найважливішими факторами, які вплинули на баланс НБУ в цей період, були:

1. Перехід до режиму плаваючого валютного курсу. Безальтернативне рішення відпустити валютний курс у лютому 2014 року хоча й було болісним для реальної економіки, проте привело до зменшення дефіциту поточного рахунку і послаблення тиску на міжнародні резерви Національного банку, які впали нижче рівня покриття трьох місяців імпорту. Вони стабілізувалися на рівні 5.6 млрд. дол. США в лютому 2015 року (з докризового рівня у 17.8 млрд. дол. США у січні 2014 року). Водночас знецінення гривні більше ніж на 300% (з 8 грн. за долар США приблизно до 27 грн. за долар США) призвело до підвищення гривневої вартості міжнародних резервів більш як удвічі, розширивши баланс НБУ і збільшивши їх частку в балансі (блакитна область на графіку 3 та графік 4⁵);

Графік 4. Обмінний курс грн./дол. США (права шкала)
і валові міжнародні резерви (ліва шкала)



Джерело: розрахунки НБУ.

2. Фінансова підтримка міжнародної спільноти. Втрата довіри в економіці та військова агресія на сході України зумовили падіння експорту (експорт товарів та послуг у 2014 році знизився на 20% порівняно з 2013-м), зменшивши здатність економіки залучати іноземну валюту і відновлювати міжнародні резерви. У квітні 2014 року Україна підписала угоду про офіційне фінансування з боку міжнародних кредиторів для підтримки своїх міжнародних резервів;

3. Подальша підтримка Національним банком інших функцій держави. Криза призвела до збільшення портфеля державних облігацій НБУ з огляду на підтримку державного енергетичного сектору та здійснення компенсацій вкладникам збанкрутих банків через Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО)⁶. Реформування державного енергетичного сектору і скорочення дефіциту НАК “Нафтогаз” протягом 2015 року усунули потребу цього сектору в додатковому фінансуванні з боку НБУ, проте реформа фінансового сектору України у 2015 році зробила необхідним подальше фінансування Національним банком ФГВФО для забезпечення повернення коштів вкладникам неплатоспроможних банків;

⁵ Звільнені від необхідності підтримувати фіксований валютний курс міжнародні резерви можуть бути використані для виконання життєво важливих функцій держави, включаючи забезпечення імпорту газу, погашення заборгованостей, обслуговування державного боргу і забезпечення функціонування валютного ринку.

⁶ У 2014 – 2016 роках Національним банком України було відкликано ліцензії (припинено діяльність) 81 банку.

4. Попит на готівку. На початку кризи попит на готівку з боку населення зріс одночасно з вилученням депозитів з українських банків. Проте в другій половині 2014 року й у 2015-му він упав у результаті впливу інфляції, очікувань можливої подальшої девальвації, зменшення обсягів використання гривні на окупованих територіях та першого успіху НБУ в просуванні безготівкових платежів;

5. Підтримка НБУ фінансового сектору. Після значного розширення на першому етапі кризи підтримка НБУ фінансового сектору (вона вимірюється залишком наданих банкам кредитів) почала знижуватися. Водночас комерційний банківський сектор почав активно купувати депозитні сертифікати НБУ, що дало останньому змогу поглинути надлишкову ліквідність у системі, яка виникла в результаті купівлі державних облігацій та поповнення міжнародних резервів. Активне використання депозитних сертифікатів (під якого припав на 2015 рік у зв'язку з падінням попиту на готівку) дало змогу НБУ ефективно управляти міжбанківськими процентними ставками з метою боротьби з інфляцією і подальшого зниження тиску на національну валюту.

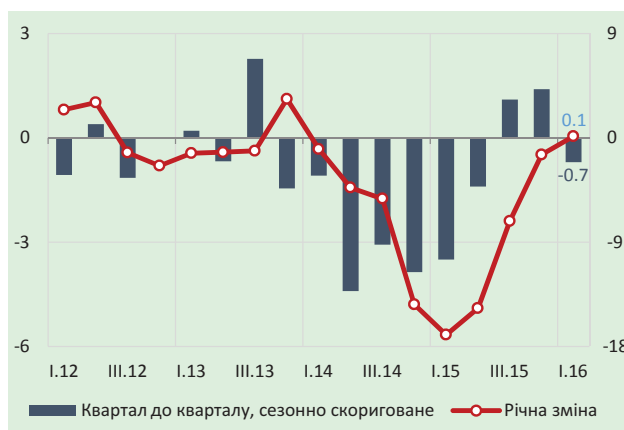
2016 рік: відновлення економіки

Відновлення економіки України розпочалося в 2016 році за підтримки амбіційної програми української влади з реформування фіскального, монетарного та фінансового секторів. ВВП України набув додатних значень у річному вимірі наприкінці 2015 року (графік 5) за інфляції у 7.9% в липні 2016 року (графік 6).

Кредитування реального сектору економіки залишилося низьким, але в першій половині 2016 року спостерігається зростання показників фінансової стійкості.

Зниження тиску на гривню дало змогу НБУ викупляти іноземну валюту на внутрішньому ринку і розпочати відновлення міжнародних резервів із низьких рівнів 2015 року.

Графік 5. Зростання реального ВВП України, %



Джерело: Державна служба статистики України.

Графік 6. Показники інфляції в Україні, %



Джерело: Державна служба статистики України.

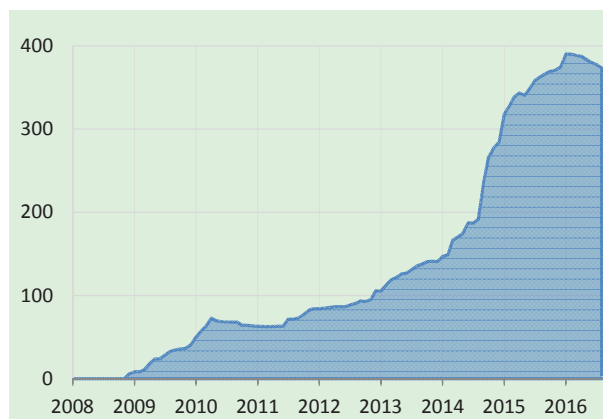
Реформи у фіскальному і квазіфіскальному (переважно в енергетичному) секторах та очищення банківської системи України дали змогу НБУ перейти до більш традиційної форми грошово-кредитної політики, яка базується на простих і чітко визначених цілях: досягнення цільового рівня інфляції та накопичення міжнародних резервів.

Із позиції балансу НБУ відновлення української економіки означає:

- нова грошово-кредитна політика НБУ зосереджена на збільшенні обсягів міжнародних резервів та розміщенні депозитних сертифікатів, які є основним інструментом регулювання грошово-кредитного ринку та впровадження рішень щодо ключової ставки політики (облікової ставки НБУ);
- зниження фіскального домінування та переорієнтація з антикризового режиму до більш звичайного. Це означає, що портфель державних облігацій України НБУ вперше з 2008 року почав зменшуватися з огляду на погашення цінних паперів, які купувалися НБУ для підтримки державного бюджету і квазіфіскальних потреб (графік 7).

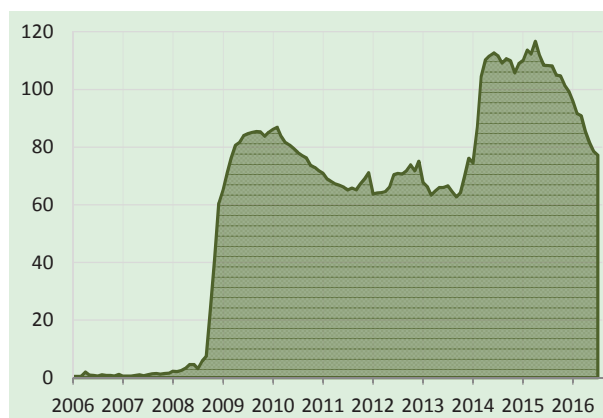
Обсяги кредитів НБУ, наданих банкам України, також зменшились у зв'язку з поліпшенням стану фінансової системи України (графік 8). Їм на зміну прийшли операції зі стерилізації гривні, випущеної в обіг унаслідок купівлі валюти.

Графік 7. Цінні папери України в портфелі НБУ (станом на 01.08.2016 р.), млрд. грн.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 8. Кредити рефінансування НБУ (станом на 01.08.2016 р.), млрд. грн.



Джерело: розрахунки НБУ.

У наступному розділі наведено прості симуляційні розрахунки, які відображають імовірну еволюцію балансу НБУ протягом наступних п'яти років.

4. Симуляційні розрахунки майбутньої еволюції балансу НБУ: 2016 – 2020 рр.

Припущення

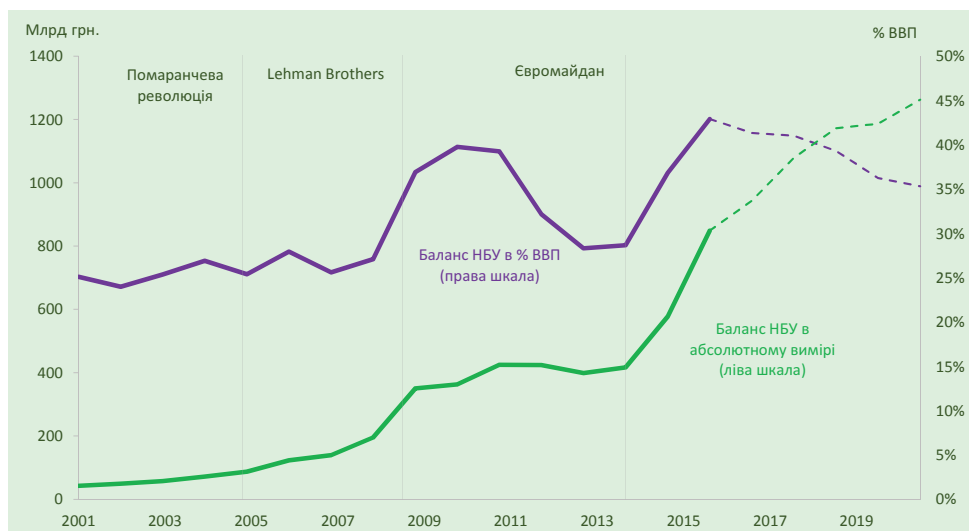
Наші симуляційні розрахунки ґрунтуються на таких припущеннях:

- економіка України проходить шлях, аналогічний шляху інших країн, які здійснили перехід від режиму фіксованого обмінного курсу до режиму інфляційного таргетування (наприклад, Чехія, Польща та Ізраїль);
- якщо немає значних економічних, фінансових чи політичних потрясінь для економіки України – відповідно, немає вимог держави до НБУ підтримати бюджет;
- збільшення активів НБУ в іноземній валюті відбувається разом із поживленням економіки (зростання обсягів експорту й іноземних інвестицій) і відповідає його цілі відновити міжнародні резерви;
- НБУ реалізує активну процентну політику для досягнення цілі щодо цінової стабільності, процентні ставки знижуються в міру відновлення економіки;
- основним інструментом управління ліквідністю банківської системи є випуск депозитних сертифікатів;
- додатковими засобами стерилізації для НБУ є: погашення державних облігацій у його портфелі, ліквідація заставленого майна та погашення кредитного портфеля;
- готівка відносно ВВП знижується відповідно зі збільшенням безготівкових операцій.

5. Результати

На графіку 9 відображено динаміку змін балансу НБУ в абсолютному вираженні та відносно номінального ВВП з результатами нашого моделювання на період 2016 – 2020 рр. Абсолютний розмір балансу НБУ зростає, але у відсотках до ВВП зменшується з 41% на кінець 2016 року до 35% на кінець 2020-го, оскільки економічне зростання відновлюється.

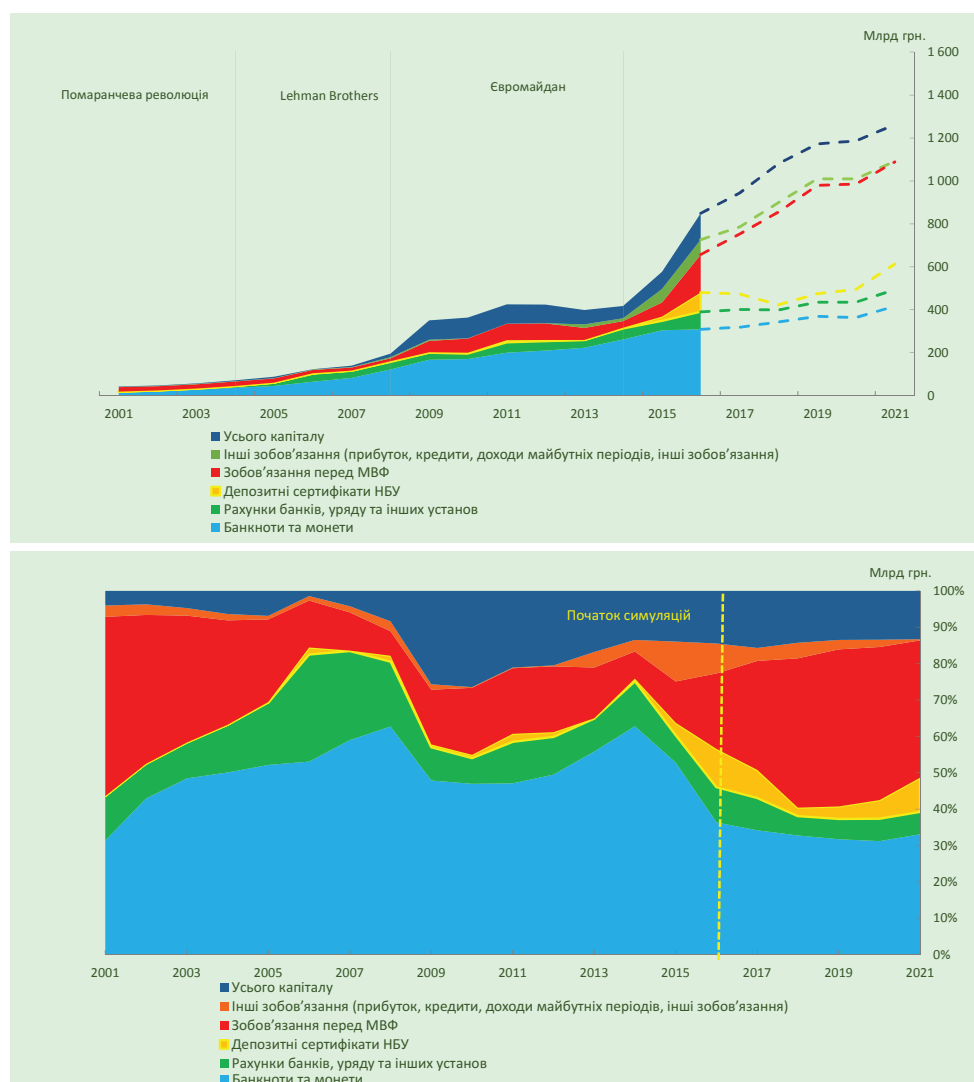
Графік 9. Баланс НБУ в абсолютному вираженні та у відсотках до ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

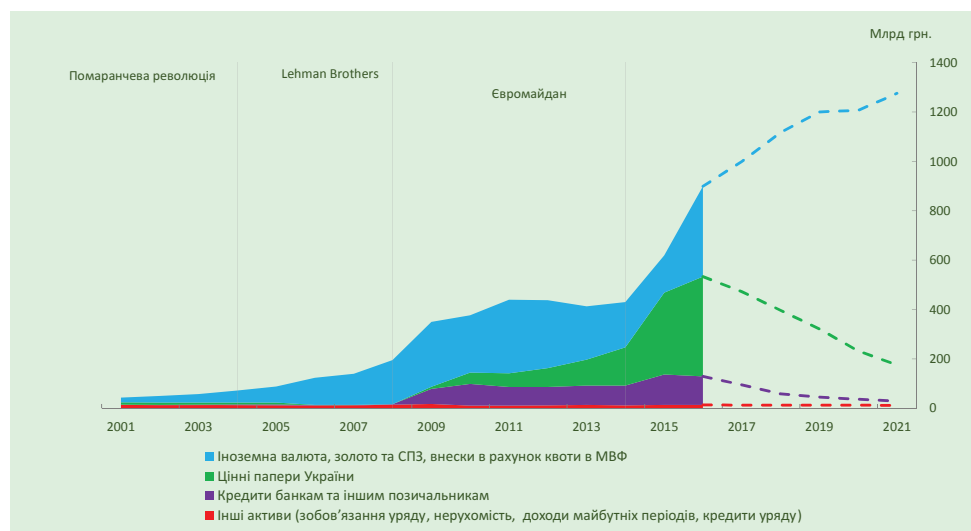
На графіках 10 і 11 відображено зобов'язання НБУ, власний капітал та активи на підставі результатів симуляційних розрахунків за 2016 – 2020 роки.

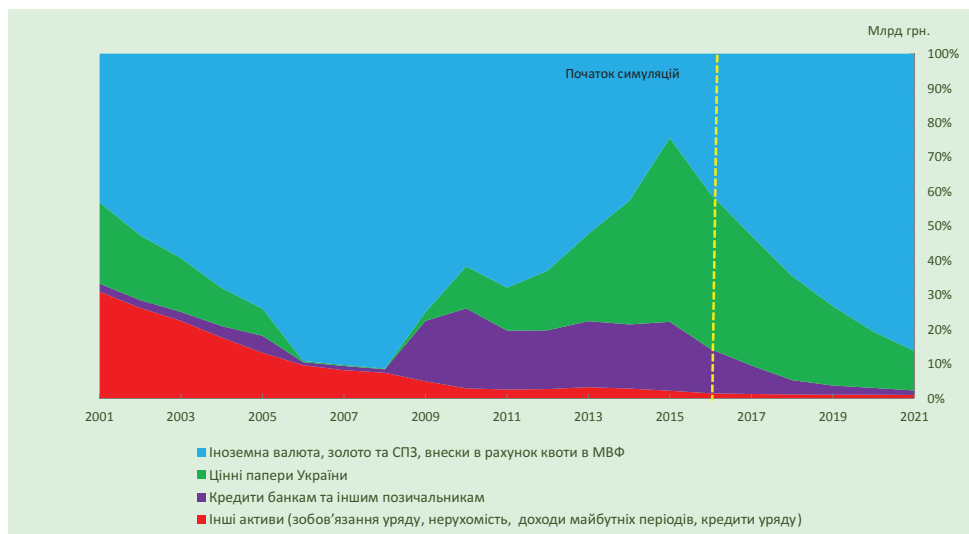
Графік 10. Зобов'язання і капітал НБУ: в абсолютному вираженні та у відсотках до ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 11. Активи НБУ: в абсолютних величинах та у відсотках





Джерело: розрахунки НБУ.

Результати симуляційних розрахунків свідчать, що баланс НБУ тяжіє до повернення до свого передкризового стану, проте з характерними відмінностями.

- У пасивній частині балансу НБУ наші симуляції демонструють зниження частки банкнот і монет (блакитна область, графік 10), що узгоджується зі збільшенням обсягів безготівкових операцій в економіці. Моделювання також демонструє збільшення обсягу депозитних сертифікатів НБУ (жовта область, графік 10) внаслідок стерилізації надлишкової ліквідності в банківській системі, яка виникає через зростаючий приплив капіталу в міру прискорення економічного зростання в Україні.
- У частині активів НБУ симуляції демонструють скорочення кредитного портфеля НБУ (фіолетова область, графік 11), оскільки відбувається стале погашення кредитів банками України, скорочення портфеля цінних паперів України (зелена область) з огляду на їх погашення урядом та збільшення обсягів валютних активів НБУ (блакитна область) у зв'язку зі зростанням припливу валюти в країну на фоні відновлення економіки.
- У частині власного капіталу результати наших симуляційних розрахунків є консистентними зі значним скороченням прибутку НБУ на п'ятирічному прогностичному горизонті. Це зумовлено зниженням доходів за відносної стабільності гривні (немає суттєвої курсової переоцінки), зменшенням залишку державних цінних паперів України і кредитного портфеля НБУ, зростанням витрат на реалізацію грошово-кредитної політики шляхом випуску депозитних сертифікатів.

Якщо говорити конкретніше, то ймовірно зниження (але не повне зникнення) прибутку узгоджується зі зниженням рівня перерахувань до резервного фонду НБУ та до державного бюджету. Ми розглянемо наслідки та вплив зазначеного на незалежність НБУ в наступному розділі.

6. Висновки і рекомендації

Наші симуляційні розрахунки демонструють, що капітал НБУ стабілізується на рівні 13 – 16% відносно всього балансу НБУ в період між 2016 і 2020 роками. Однак у відношенні до внутрішніх зобов'язань НБУ капітал знизиться з 29% наприкінці 2016 року до 27% на кінець 2020 року.⁷

Як зазначалося вище, на даний час не вироблено ніякого стандартного визначення того, яким має бути достатній обсяг капіталу центрального банку. Ми припускаємо, що в майбутньому це може згубно позначитися на здатності центрального банку незалежно виконувати свої завдання (див. також Bindseil, 2004). Скорочення прибутку розмиває фінансову стійкість центрального банку та фактичну здатність виконувати свої функції без бюджетних трансфертів від держави.

Обсяг капіталу, необхідний для забезпечення стійкого незалежного потенціалу центрального банку виконувати його завдання, є функцією з багатьма змінними, включаючи механізми звітності, а також розподіл прибутку і домовленостей щодо розподілу ризиків (Archer, 2013). У таблиці 2 наведено шість міркувань щодо забезпечення незалежної фінансової стійкості, які зазначені Девідом Арчером (Archer, 2016). Для кожної з рекомендацій ми зазначаємо поточний статус її дотримання з боку НБУ⁸.

⁷ Під внутрішніми зобов'язаннями тут маються на увазі банкноти і монети, рахунки уряду і банків, зобов'язання НБУ щодо перерахування прибутку до державного бюджету і депозитні сертифікати НБУ.

⁸ Ці шість умов були викладені Девідом Арчером у своєму виступі на щорічній конференції Національного банку України "Трансформація діяльності центральних банків", яка відбулася в Києві 19 – 20 травня 2016 року.

Таблиця 2. Міркування щодо забезпечення фінансової стійкості
і поточний стан справ в НБУ

	<i>Принципи Девіда Арчера</i>	<i>Позиція Національного банку</i>
1	Достатній обсяг статутного капіталу	Статутний капітал Національного банку становить 100 млн. грн. (може бути збільшений за рішенням Ради НБУ)
2	Політика розподілу дивідендів має пріоритетом відновлення початкового рівня власного капіталу, якщо його рівень упав нижче	НБУ зобов'язаний формувати резерви під забезпечення грошово-кредитних зобов'язань за рахунок прибутку в розмірі 10%
3	Законом передбачена певна форма зобов'язання щодо рекапіталізації у випадку, якщо виникають збитки внаслідок переслідування цілей, чітко визначених мандатом	НБУ має право покривати будь-які збитки зі своїх резервів. За законом держава зобов'язана відшкодувати будь-які збитки, що перевищують резерви НБУ
4	Додатково існують механізми передачі фінансових ризиків у державний бюджет, коли застосовуються нестандартні заходи політики	НБУ не має системи відшкодування, якою б передбачалося передавання виняткових ризиків державі
5	У випадку прийняття рішення про приведення вартості активів і зобов'язань центрального банку до ринкової нереалізовані прибутки та збитки від переоцінки повинні бути виключені із суми, наявної для розподілу як дивіденди	НБУ здійснює коригування прибутку на суму нереалізованих доходів за операціями з фінансовими активами та зобов'язаннями
6	Нарешті, в ролі гарантії захисту фінансової стійкості банку існує ліміт на розмір однорічного перерахування до бюджету, що має на меті запобігання волатильності доходів у результаті розподілу прибутку	Частина прибутку до розподілу, яка підлягає перерахуванню до державного бюджету України, не повинна перевищувати річний прибуток НБУ

Беручи до уваги зазначене в таблиці, можна надати дві основні рекомендації:

1. У випадку НБУ зрозуміло, що саме його резерви, а не статутний капітал є важливим фактором з погляду фінансової стійкості. У той час, коли визначена максимальна сума прибутку, яку можна направити на доформування загальних резервів (еквівалентна 10% від грошово-кредитних зобов'язань НБУ), немає вимоги, що резерви повинні поповнюватись за рахунок державних коштів у разі їх вичерпання в кризовий час. Припускається лише, що НБУ поповнюватиме їх до необхідного рівня з прибутку в наступні роки. Для того, щоб резерви НБУ справді були буфером у випадку фінансових потрясінь, бажано визначити мінімально необхідний загальний обсяг резервів разом з угодою про докапіталізацію з боку держави, які вона повинна поповнити у випадку зменшення нижче мінімального рівня.

2. Також є сенс для НБУ подумати про те, як створити механізми, які б забезпечили передавання безпосередньо до державного бюджету будь-яких втрат чи прибутків від можливих нестандартних операцій центрального банку. Це особливо важливо з урахуванням збільшення в балансі НБУ частки резервів в іноземній валюті, які, по суті, належать уряду. Ці механізми можуть мати форму відособлення окремих частин балансу НБУ або відшкодування державою НБУ вартості конкретних операцій.

7. Висновки

Баланс НБУ є ядром, навколо якого будується його спроможність виконувати цілі з досягнення цінової, фінансової стабільності та економічного зростання. Будучи невід'ємною частиною інструментарію, баланс НБУ також служить вікном, через яке можна побачити дію сил, що впливають на економіку України.

Криза 2014 року характерна суттєвим розширенням балансу НБУ. Разом із впровадженням амбітної програми реформ, яка принесла свої перші плоди, і початком відновлення економіки баланс НБУ скорочуватиметься відносно ВВП.

Важливо, щоб НБУ й надалі зміцнював власну операційну незалежність з метою забезпечення потенціалу для досягнення своїх цілей у прозорий та підзвітний спосіб. Важливим є делегування відповідальними органами держави чітких цілей та операційної незалежності. Але не менш важливі достатність власного капіталу, правильний розподіл відповідальності за ризики, механізми розподілу прибутку і рекапіталізації, особливо враховуючи, що в найближчі роки зі стабілізацією економіки прибуток НБУ скоротиться. Посилення таких механізмів гарантуватиме, що НБУ матиме можливість зосередитися на своїй місії та досягати своїх цілей без необхідності звертатися за фінансуванням до уряду у випадку кризових ситуацій.

Література

- Adler G., Castro P. and Tovar C. E. (2012). Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy?, IMF Working Paper 12/60, February 2012, available at <http://www19.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2012/09764.pdf>
- Archer D., and Moser-Boehm P. (2013). Central Bank Finances, BIS Papers, No. 71, April 2013, available at www.bis.org/publ/bppdf/bispap71.pdf
- Benecká S., Holub T., Kadlčáková N. and Kubicová I. (2012). Does Central Bank Financial Strength Matter for Inflation? An Empirical Analysis, CNB Working Paper 2012/3, Czech National Bank.
- Benigno P. and Nisticò S. (2015). Non-Neutrality of Open Market Operations, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 10594, May 2015, available on http://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=10594#
- Bindseil U., Manzanares A. and Weller B. (2004). The Role of Central Bank Capital Revisited, ECB Working Paper Series, No. 392, September 2004, available at <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp392.pdf?e7bba27cdd7b653529fc35400ff0a3c0>
- Caruana J. (2012). Why central bank balance sheets matter, Are Central Bank Balance Sheets in Asia too large? Bank for International Settlements papers No 66, October 2012 available at <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66.htm>
- Cross M., Fisher P. and Weeken O. (2010). The Bank's balance sheet during the crisis, Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 50, No 1, pages 34-42, available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb100102.pdf>
- Cukierman A. (2011). Central Bank Finances and Independence – How Much Capital Should a CB Have? In The Capital Needs of Central Banks, S. Milton and P. Sinclair (eds), Routledge, London and New York.
- Del Negro M. and Sims C. A. (2015). When does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 701., available on https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr701.pdf
- European Central Bank (2013). Box 5, Central Bank Balance Sheet Expansion and Financial Strength in crisis times: the case of the Eurosystem, ECB Monthly Bulletin, September 2013, page 41, available at https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201309_focus05.en.pdf
- Fry M. (1993). The Fiscal Abuse of Central Banks. IMF Working Paper No. 93/58.
- Fukui T. (2003). Challenges for Monetary Policy in Japan. Speech to the Spring meeting of the Japan Society of Monetary Economics, 1 June (extracts reprinted in Pringle, R. (2003): Why Central Banks Need Capital, Central Banking, Vol. XIV(1)).
- Kaminska I. (2012). The Base Money Confusion, The Financial Times Website, 3 July 2012, available at <http://ftalphaville.ft.com/2012/07/03/1067591/the-base-money-confusion/>
- Pattipeilohy C. (2016). A Competitive analysis of developments in central bank balance sheet composition, De Nederlandsche Bank Working Paper No. 510, April 2016, available at http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20paper%20510_tcm47-340211.pdf
- Perera A., Ralston D. and Wickramanayake J. (2013). Central Bank Financial Strength and Inflation: Is There a Robust Link? Journal of Financial Stability 9 (3):399–414.
- Rule G. (2015). Handbook – No. 32, Understanding the central bank balance sheet, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, available at <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb32.pdf>
- Stella P., Lonnberg A. (2008). Issues in Central Bank Finance and Independence. IMF Working Paper No. 08/37, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0837.pdf>.
- Stella P. (2011). Central Bank Financial Strength and Macroeconomic Policy Performance. In The Capital Needs of Central Banks, S. Milton and P. Sinclair (eds), Routledge, London and New York.