

УДК 336.711

Олександр Дзюблюк, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЯК КЛЮЧОВИЙ ВАЖІЛЬ РЕАЛІЗАЦІЇ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ В ЕКОНОМІЦІ

Розглядаються можливості якісно нового наповнення монетарної політики щодо підпорядкування більш широкому спектру завдань з позицій реалізації антикризових заходів. Аналізується досвід грошово-кредитного регулювання провідних центральних банків світу у контексті розширення кола їх цілей і застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики. Визначаються основні аспекти суперечностей чинного мандату Національного банку України із підтримання виключно цінової стабільності. Обґрунтовується необхідність застосування комплексного підходу до визначення цілей монетарної політики як головної складової антикризового регулювання у вигляді забезпечення стабільності національної валюти, фінансової стійкості банківського сектору та сприяння економічному зростанню.

Ключові слова: монетарна політика, центральний банк, антикризове регулювання, економічне зростання, інфляційне таргетування, банківська система, реальний сектор, кредитування.

І. Вибір стратегії монетарного регулювання

Серед усіх важелів регулятивного впливу на перебіг економічних процесів особливе місце належить монетарній політиці як найбільш дієвому інструменту, за допомогою якого держава в особі центрального банку спроможна надати бажаної спрямованості розвитку економіки. Така спрямованість відповідає основним цілям економічної політики, що в теорії зазвичай передбачають забезпечення зростання виробництва за якнайбільшої зайнятості населення, досягнення стабільності цін і зовнішньоекономічної рівноваги. Утім, на практиці закономірності економічного розвитку остан-

ніх десятиліть, пов'язані із глобалізацією, змінами технологічних укладів і структури світового господарства, періодичними масштабними фінансовими кризами, не кажучи вже про регіональні проблеми і специфіку національних економік, відображають усю складність і суперечливість процесу постановки адекватних цілей державного регулювання господарських процесів загалом та монетарної політики центрального банку зокрема.

Навіть за нормальних умов циклічного економічного розвитку ринкового господарства вибір стратегічних орієнтирів монетарного регулювання пов'язаний із фундаментальними суперечностями у досягненні таких цілей, як низькі темпи інфляції, з одного боку, та економічне зростання і висока зайнятість, з іншого, позаяк виробниче зростання супроводжується прискоренням темпів інфляції, оскільки в економіці підвищується попит на ресурси, що призводить до збільшення цін, і навпаки. За таких обставин центральний банк змушений маневрувати у реалізації монетарної політики з огляду на стан господарської кон'юнктури і зміну фаз ділового циклу з тим, щоби власними заходами не сприяти ані посиленню тенденцій у "перегріві" економіки, ані в її спаді¹.

Однак, якщо йдеться про широкомасштабне розгортання кризових явищ, котрі зазвичай супроводжуються стагфляцією і у розвинутих економіках можуть тривати від кількох місяців до кількох років, а в економіках, що розвиваються (як в Україні), можуть набувати системного, трансформаційного характеру і розтягуватись на десятиліття, то цілком очевидно, що традиційна постановка цілей монетарної політики та їх зміна відповідно до зміни фаз економічного циклу втрачає сенс. Відтак монетарна політика як щодо вибору цілей, так і щодо інструментів їхньої реалізації має набувати якісно нового наповнення, виходячи за рамки ефективної організації грошових відносин та підпорядковуючись уже більш широкому спектру завдань у контексті антикризового регулювання й організації функціонування національного господарства в якісно нових вимірах відкритості економік і глобального впливу зовнішніх чинників на внутрішні господарські процеси.

За таких обставин особливої актуальності набуває вибір оптимальних напрямів монетарного регулювання, тобто його стратегії, що відіграє надважливу роль у всій сукупності здійснюваних антикризових заходів, позаяк монетарна політика, визначаючи особливості функціонування грошової сфери національного господарства і банківської системи, активно впливає на діяльність усіх суб'єктів ринку в усіх ланках і секторах економіки.

На тлі розгортання кризових явищ у вітчизняній економіці й банківському секторі упродовж останніх років з особливою гостротою постає питання про роль і завдання Національного банку України у подоланні кризових явищ в економіці й забезпеченні макроекономічної стабільності. Адже обрання інфляційного таргетування стратегічною метою монетарної полі-

¹ Дзюблук О.В. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / О.В. Дзюблук // Вісник Національного банку України. — 2008. — № 1. — С. 8.

тики породжує низку суперечливих питань щодо ролі й мандату центрального банку як головного органу державного впливу на економіку засобами і методами грошово-кредитної політики, позаяк механічне перенесення досвіду країн із розвинутими ринковими відносинами, зокрема й у сфері монетарного регулювання, у вітчизняній реалії іноді має контрпродуктивний характер, породжуючи результати, протилежні до очікуваних.

Чи означає це, що монетарна політика має бути зосереджена виключно на протидії інфляції (і чи можливо це в принципі), як це визначається нинішнім мандатом НБУ, чи вона має стати невід'ємною складовою цілого комплексу антикризових заходів, підпорядковуючись більш широким завданням державної економічної політики? Відповідь на це запитання має полягати у контекстному розгляді тих умов, у яких центральний банк доступним йому арсеналом інструментів може впливати на перебіг господарських процесів з огляду на ту величезну сукупність проблем, які виникають сьогодні у вітчизняній економіці, що виявляється у стрімкому падінні обсягів виробництва у реальному секторі, наростанні інфляційних процесів, багаторазовій девальвації національної валюти, загостренні кризи у банківській системі і на валютному ринку, падінні реальних доходів населення. Це означає важливість формулювання комплексного підходу до ролі й місця, яке має займати монетарна політика у цілій системі регулятивних заходів держави з огляду на ті виклики, з якими стикається наша країна останнім часом.

У зв'язку з цим надзвичайно важливою видається системна оцінка ключових функцій і цілей НБУ з огляду на складні обставини глибокої економічної і фінансової кризи та негативні фактори зовнішнього впливу, що позначаються на умовах і перспективах економічного розвитку. Так, Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу, розроблені Радою Національного банку України, визначають, що пріоритетна ціль грошово-кредитної політики полягає у зниженні інфляції (за індексом споживчих цін) до рівня однозначного показника². При цьому в документі зазначається, що оскільки низька і стабільна інфляція є одним із головних внесків у стає економічне зростання, який може бути забезпечений центральним банком, Національний банк проводитиме грошово-кредитну політику на засадах цінової стабільності.

Таким чином, на озброєння центрального банку береться по суті класичний постулат монетаризму, згідно з яким основною кінцевою ціллю грошово-кредитної політики є стабільність рівня цін, а досягнення стійкого зростання виробництва і високого рівня зайнятості відбувається внаслідок цього по суті автоматично — через тенденцію ринкової системи до саморівноваги. Однак чи можна вважати стан розвитку ринкових саморегулювальних механізмів у вітчизняній економіці таким, щоб це дозволило центральному банку зосередитись тільки на регулюванні інфляції, нехтуючи іншими

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Рада Національного банку України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>. — С. 6.

завданнями монетарної політики? Очевидно, що ні, адже рівень зарегульованості й монополізації економіки в умовах, коли не усунуті структурні диспропорції в господарстві, а ціни не стали інструментом досягнення рівноваги, не дозволяє припустити можливість автоматичної дії ринкових сил щодо забезпечення сталого економічного зростання тільки на основі цінової стабільності. Крім того, такий підхід по суті ґрунтується на монетаристському постулаті про те, що інфляція завжди й усюди є виключно грошовим явищем, тобто результатом підвищення темпів зростання грошової маси порівняно з темпами росту реального виробництва. А це навряд чи можна вважати справедливим за умов, коли інфляційні процеси у нашій країні перманентно генеруються низкою негрошових чинників. Ба більше, навіть в офіційних документах НБУ відзначається вагомий вплив цін і тарифів, що регулюються адміністративно, на темпи споживчої інфляції⁸. І це не кажучи вже про монополізовану структуру економіки та значний вплив курсової волатильності на динаміку інфляційних процесів.

В умовах кризи для реалізації масштабних заходів стимулювання, котрі не можуть обмежуватися виключно фінансовим сектором, потрібна гнучкість у застосуванні наявного у регулятора інструментарію монетарної політики. І тут зрозуміло, що за наявності широкого спектру факторів впливу на цінову динаміку, що не контролюються центральним банком, високого ступеня відкритості національної економіки та дії негативних зовнішніх ефектів, може виявитись недостатньо постановки цілі лише щодо контролю за інфляцією, особливо якщо йдеться про подолання негативних наслідків кризових явищ, забезпечення макроекономічної стабільності і виведення національної економіки на траєкторію стійкого зростання.

Відтак розгляд умов і можливостей застосування монетарної політики як важеля реалізації антикризових заходів видається необхідною умовою її розгляду як невід'ємної складової державного регулювання економіки в цілому, бо навіщо ж тоді інфляційне таргетування, якщо реальний і фінансовий сектори економіки будуть зруйновані? Водночас обґрунтування такої ролі монетарної політики не може обмежуватись лише закликами нарощувати грошову емісію, знижувати процентні ставки і надавати кредитні ресурси пріоритетним галузям економіки. Очевидно, слід говорити про реалізацію центральним банком більш гнучкої стратегії застосування регулятивного механізму із застосуванням як уже наявних у нього, так і нових інструментів монетарної політики відповідно до найбільш актуальних завдань порятунку економіки і банківського сектору в буквальному розумінні. Саме такий підхід було взято за основу центральними банками розвинутих країн у процесі подолання наслідків нещодавніх кризових явищ на фінансових ринках і саме перегляд ролі монетарної політики як більш універсального інструменту державного впливу на економіку дав свої резуль-

⁸ Інфляційний звіт. Жовтень 2016 [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387>. — С. 14.

тати тоді, коли інші засоби (наприклад, податково-бюджетної політики) виявились не настільки дієвими, як очікувалось, або ж недієвими зовсім.

II. Монетарна політика розвинутих країн: антикризові аспекти

Світова фінансово-економічна криза 2008—2009 рр. виявила істотні дисбаланси, які формувалися на міжнародних ринках фінансових активів упродовж десятиліть, однак дія яких до певного часу нівелювалася стійкими темпами зростання міжнародної економіки та ростом цін на основні сировинні товари. Водночас стрімке посилення боргового навантаження на бізнес та населення, зростання державного боргу, активне використання похідних фінансових інструментів і нехтування традиційними способами управління кредитним ризиком призвели у кінцевому підсумку до краху на іпотечному ринку США у 2007 р., що у подальшому мало дуже негативні наслідки для міжнародної економіки та фінансових ринків, коли у 2009 р. вперше було зафіксоване зниження світового ВВП. Саме у цей період стало зрозуміло, що зусиль центральних банків провідних країн світу із підтримання цінової стабільності виявилось недостатньо для подолання наслідків кризових явищ в економіці і створення умов для стійкого виробничого зростання. А “прив’язка” монетарної політики виключно до низької інфляції не допомагає вирішити важливіші завдання щодо забезпечення зростання виробництва і зниження рівня безробіття.

Очевидно, що в таких умовах потребували перегляду і завдання центральних банків, котрі уже значно більшою мірою були зорієнтовані на стимулювання економіки. Йдеться не лише про традиційне зниження процентних ставок за депозитними і кредитними операціями, але й про широкомасштабний викуп державних і корпоративних цінних паперів, розширення переліку активів, що приймаються в забезпечення, довгострокові кредитні операції, спрямовані на пожвавлення кон’юнктури у реальному секторі, стимулювання інвестиційної активності і підвищення попиту на ризикові активи. Зрозуміло, що такі безпрецедентні заходи центральних банків зі стимулювання аж ніяк не могли вкладатися у традиційний мандат із забезпечення цінової стабільності, а потребували істотного перегляду цілей монетарної політики шляхом включення до їхнього складу стимулювання економічного зростання, а також обумовлювали необхідність активнішої участі центральних банків у процесах курсоутворення і контролю за транскордонним рухом капіталу.

І хоча такий інструмент, як кількісні пом’якшення, були вперше застосовані Банком Японії на початку 2000-х років, згодом, у процесі подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи 2008—2009 рр., центральні банки інших провідних країн, зокрема США, Великої Британії, Єврозони, вдалися до активного застосування заходів стимулювання саме з метою порятунку банківського сектору та пожвавлення ділової кон’юнктури, навіть попри те, що формально ЄЦБ і Банк Англії зберігали свою прихильність до інфляційного таргетування як основної цілі монетарної політики. Утім, це зовсім не означало сліпе наслідування теоретичних догматів із зо-

середженням центральних банків виключно на показниках інфляції та нехтуванні іншими важливими завданнями щодо стимулювання економічного зростання і фінансової стабільності.

Саме гнучкість у реалізації монетарної політики шляхом адаптування її цілей до нагальних економічних потреб суспільства можна вважати характерною рисою еволюціонування всього механізму грошово-кредитного регулювання в розвинутих країнах за останній період. Зокрема, у 2012 р. ФРС США, а в 2013 р. Банк Англії почали використовувати показник рівня безробіття як кількісний цільовий орієнтир монетарної політики для вирішення питання щодо коригування ключових процентних ставок. А центральні банки Нової Зеландії, Туреччини, Ізраїлю відновили практику інтервенцій на внутрішньому валютному ринку за умов посилення курсового тиску через вплив зовнішніх факторів, що зумовлюють волатильність на світових валютних ринках. Це вказує на істотний відхід центральних банків від традиційних рецептів монетарного регулювання економіки, зациклених винятково на ціновій стабільності.

Так, аналіз монетарної політики провідного центрального банку світу — Федеральної резервної системи США — дозволяє зробити висновок якщо вже не про кардинальну зміну всієї парадигми грошово-кредитного регулювання у період розгортання світової фінансової кризи та після неї, то про суттєве зміщення акцентів у спрямованості регулятивного впливу грошової влади на економіку шляхом застосування нетрадиційних монетарних інструментів задля стимулювання ділової активності у реальному секторі й підтримання фінансової стабільності банківської системи. Йдеться передусім про застосування заходів кількісного пом'якшення, які передбачали три програми великомасштабної купівлі казначейських цінних паперів, цінних паперів іпотечних агентств, забезпечених іпотечними кредитами, і боргових зобов'язань іпотечних агентств. Їх головною метою було розширення ресурсних можливостей фінансового сектору економіки з тим, щоб сприяти поверненню до стійкого економічного зростання і зниженню рівня безробіття.

По суті, йдеться про нетрадиційні заходи монетарної політики, які поєднували кількісний і якісний аспекти. Кількісний аспект передбачав розширення балансу центрального банку (у три рази) за рахунок придбання великих обсягів цінних паперів. При цьому базова процентна ставка зберігалася на близькому до нуля рівні (0—0,25 %), що мало на меті стимулювання сукупного попиту в економіці. Якісний аспект означає зміну структури активів балансу центрального банку шляхом збільшення частки у ньому різноманітних фінансових інструментів, зокрема, іпотечних облігацій та інших приватних інструментів фінансового ринку на противагу до докризової структури активів, у якій переважали висококласні державні боргові зобов'язання. Така спрямованість монетарної політики ФРС США визначала зниження прибутковості казначейських та іпотечних паперів, підвищуючи економічну доцільність для інвесторів змінювати структуру своїх вкла-

день на користь таких активів, як корпоративні облігації й акції, тобто, по суті, стимулювати вкладення капіталів у реальний сектор економіки.

Крім того, ФРС довелося активно виконувати роль кредитора останньої інстанції для тих банків і небанківських фінансових установ, які мали проблеми з ліквідністю, позаяк ринок міжбанківських кредитів перестав нормально функціонувати через домінування на ньому панічних настроїв та значну недовіру між кредитними інститутами у період загострення кризи. Відтак значну частину активів Федерального резерву склали кредити учасникам фінансового ринку, насамперед банкам, що нарівні із необхідністю стимулювання економічної активності відображає реалізацію іншої найважливішої цілі монетарної політики ФРС США — забезпечення фінансової стабільності й надійності функціонування банківського сектору. Цієї мети було досягнуто за допомогою “розчистки” банківських балансів від токсичних активів шляхом надання грошових коштів і викупу проблемних цінних паперів. Завдяки цьому вдалося уникнути масового банкрутства банківських установ під тягарем знецінених активів. Очевидно, що у цьому контексті є доречним порівняння із “зачисткою” банківського сектору в Україні шляхом широкомасштабного виведення банків з ринку з усіма негативними наслідками як для клієнтів банків, так і для економіки в цілому.

Ламаючи стереотипні уявлення про сучасну роль центрального банку, Федеральний резерв задля подолання кризи виступив у ролі найбільшого кредитора, надаючи фінансовим інститутам величезні обсяги ліквідності, для чого було пом’якшено умови видачі позичок через дисконтне вікно, а також запущено низку екстрених кредитних програм підтримки фінансових інститутів, котрі у подальшому поступово згорталися в міру стабілізації ситуації в економіці. У рамках цих програм за період кризи різним секторам фінансового ринку було надано кредитів на суму близько 16 трлн дол. США. І крім того, задля досягнення валютної стабільності на зовнішніх ринках ФРС у період кризи надала доларову ліквідність центральним банкам провідних країн у рамках свопових кредитних ліній на суму близько 10 трлн дол. США.

Активна позиція ФРС США у період розгортання кризи фактично визначається її комплексним мандатом, що прописаний у законодавстві й передбачає необхідність забезпечення максимальної зайнятості, цінової стабільності та помірних довгострокових ставок за кредитами⁴. Задля реалізації цих завдань ФРС, окрім традиційних інструментів (операції на відкритому ринку, обов’язкові резервні вимоги, кредитування через дисконтне вікно), почала використовувати й нетрадиційні напрями монетарної політики (Nontraditional monetary policy). Йдеться, зокрема, про два такі напрями, декларовані Федеральним резервом: 1) постійні “інформування громадськості про наміри” в галузі монетарної політики (Forward guidance), що має важливе значення для формування стабільних довгострокових очі-

⁴ *Federal Reserve System: Purposes and Functions* [El. resource] // A publication of the Board of Governors of the Federal Reserve System. — 10th ed. October 2016. — P. 24. — URL: <https://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>.

кувань економічних агентів стосовно майбутнього курсу монетарної політики; 2) масштабні придбання активів (Large-scale asset purchases — LSAP), тобто програми кількісного пом'якшення (сам термін QE керівництво ФРС рідко вживає) задля стимулювання активніших витрат в економіці⁵. Завдяки реалізації трьох таких програм суттєво зросли активи ФРС, а відтак і грошова база. Якщо на початок 2008 р. всі активи становили 926,6 млрд дол., то станом на початок 2017 р. вони уже становили 4,45 трлн дол.⁶, що свідчить про величезні масштаби грошової експансії Федерального резерву, спрямованої на стимулювання американської економіки. По суті усього за декілька років ФРС створила і запустила в економіку понад 3 трлн дол. При цьому саме завдяки реалізації програм кількісного пом'якшення ФРС вдалося знизити загальний рівень вартості кредитних ресурсів (в т. ч. і за довгостроковими фінансовими інструментами) і, як наслідок, поліпшити споживчі настрої, полегшити доступність кредитів для позичальників та відновити високу кредитну активність банків.

Таким чином, саме активна монетарна політика ФРС США стала запорукою ефективною ліквідації наслідків фінансової кризи, подолання рецесії американської економіки та внесла найбільший вклад у відновлення функціонування банківської системи, недопущення дефляції, забезпечення зростання фондового ринку, стимулювання економічного зростання та скорочення безробіття. Крім того, слід відзначити, що будучи провідним центральним банком світу, Федеральний резерв, по суті, задавав тон у процесі реалізації монетарної політики центральними банками інших розвинутих країн, позаяк заходи із подолання світової фінансової кризи вимагали від них розширення діапазону свого впливу, що мав вийти за межі жорсткої прив'язки винятково до цінової стабільності.

Так, Банк Англії, наприклад, також використовував крупномасштабні придбання середньострокових і довгострокових урядових цінних паперів і висококласних корпоративних облігацій в якості додаткового інструменту стимулювання економіки в порядку кількісного пом'якшення (Quantitative easing — QE), що виявилось достатньо ефективним заходом за умов низьких процентних ставок (0,5 %). У 2009—2010 рр. обсяг придбаних активів становив порядку 200 млрд ф. ст., а у 2011—2012 рр. — 175 млрд ф. ст.

Крім того, Банком Англії було запущено цілий ряд програм із підтримки ліквідності комерційних банків задля мінімізації їхніх збитків. Так, у період напруженої ситуації на фінансових ринках, коли стало зрозуміло, що нестача ліквідності не дозволяє комерційним банкам забезпечувати їх самостійне фінансування, було розпочато програму розширеного фінансування за допомогою операцій РЕПО (Extendedcollaterallong-termrepooperations), що передбачали розширення переліку фінансових інструментів, які

⁵ *Federal Reserve System: Purposes and Functions* [El. resource] // A publication of the Board of Governors of the Federal Reserve System. — 10th ed. October 2016. — P. 41, 46. — URL: <https://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>.

⁶ *Federal Reserve Statistical Release. Factors affecting reserve balances* [El. resource] // Board of Governors of the Federal Reserve System. — URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.

приймалися в забезпечення шляхом включення до них іпотечних цінних паперів та забезпечених облігацій. З цієї ж метою було задіяно спеціальну схему надання ліквідності (Special Liquidity Scheme — SLS)⁷, яка дозволяла банкам конвертувати неліквідні цінні папери у казначейські зобов'язання, що використовуються для застави при отриманні кредитів, завдяки чому забезпечувалась належна фінансова стійкість банківських установ.

Отже Банком Англії, незважаючи на певні інституційні особливості національного фінансового ринку, було обрано, по суті, ті самі напрями антикризової реалізації монетарної політики, які визначали необхідність стабілізації ситуації у банківському секторі й стимулювання економічного розвитку.

Аналогічно діяв в умовах фінансової кризи і Європейський центральний банк, котрий так само, як і інші центральні банки розвинутих країн, був змушений перейти до застосування нетрадиційної монетарної політики. Йдеться передусім про заходи зі стабілізації банківського сектору шляхом надання йому додаткової ліквідності, застосування додаткових довгострокових операцій рефінансування (Long-term refinancing operations — LTRO) строком на 3 і 6 місяців, надання доларових кредитів за допомогою операцій РЕПО, запровадження “розширеної кредитної підтримки”, що надавала комерційним банкам необмежений доступ до кредитів центрального банку за фіксованою процентною ставкою, а також здійснення програми викупу облігацій з покриттям (Covered Bond Purchase Programs — CBPP), покликаної полегшити умови фінансування для кредитних установ і підприємств. У 2009 р. ЄЦБ виділив банкам Єврозони 442 млрд євро для збільшення ліквідності. Таким чином, стабілізація фінансового ринку і банківського сектору здійснювалась Європейським центральним банком через активізацію своєї функції кредитора останньої інстанції. У період розпалу боргової кризи ЄЦБ також купував суверенні облігації деяких країн Єврозони з нестійкою економікою з тим, “щоб забезпечити ліквідність у цих ринкових сегментах”, хоча монетарний ефект таких покупок нейтралізувався операціями зі стерилізації ліквідності.

У 2014 р. ЄЦБ запровадив програму цільового довгострокового фінансування (Targeted long-term refinancing operation — TLTRO)⁸, в рамках якої банки можуть отримати кошти в обсязі 1 трлн євро, однак з обмеженням, що витратити їх можна лише на кредитування реального сектору, а депозитні ставки набули від’ємних значень із тим, щоб не стимулювати банки зберігати гроші у ЄЦБ понад встановлений норматив. У тому ж році ЄЦБ оголошує про початок програми купівлі облігацій, забезпечених активами (Asset-backed securities — ABS). Цю програму було запущено з метою сти-

⁷ John S. *The Bank of England's Special Liquidity Scheme* [El. resource] / Sarah John, Matt Roberts, Olaf Weeken // *Bank of England Quarterly Bulletin*. — 2012. — Q1. — Vol. 52, No. 1. — P. 57–66. — URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb1201.pdf>.

⁸ *Decision of the European Central Bank of 29 July 2014 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (ECB/2014/34)* [El. resource] / The Governing council of the European central bank // *Official Journal of the European Union*. — 29.08.2014. — L 258/11 — L 258/29. — URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_258_r_0006_en_txt.pdf.

мулювання кредитування реального сектору економіки через вплив на довгострокові ставки процента, що також мало б сприяти подоланню дефляційних тенденцій у Єврозоні, які спостерігались у 2014—2015 рр.

Починаючи з 2015 р. ЄЦБ перейшов уже безпосередньо до реалізації програм стимулювання європейської економіки, задля чого ним було оголошено про початок проведення кількісного пом'якшення, що передбачає купівлю на відкритому ринку суверенних облігацій урядів Єврозони і цінних паперів європейських інститутів і національних агентств щомісяця на суму до 60 млрд євро. Придбані ЄЦБ облігації мають інвестиційний рейтинг і термін погашення від 2 до 30 років. Механізм викупу облігацій, розроблений ЄЦБ, передбачає, що основна частина придбаних ним цінних паперів буде припадати на національні центральні банки. Таким чином, Бундесбанк та інші центробанки можуть вибирати, які саме цінні папери вони будуть купувати. Це кількісне пом'якшення має на меті доповнення вже існуючих програм ЄЦБ зі стимулювання європейської економіки, тобто цільового довгострокового кредитування (TLTRO) і викупу забезпечених активами облігацій (ABS).

Характерною особливістю монетарної політики Європейського центрального банку є доповнення кредитного пом'якшення кількісним пом'якшенням, що має на меті активізацію економічного зростання і поживавлення ділової активності у країнах Єврозони. Ці заходи, в принципі, відображають загальний тренд відходу від традиційних способів реалізації монетарної політики провідними центральними банками в умовах, коли потрібна була жорстка й адекватна реакція на розгортання кризових явищ із метою недопущення глибокого економічного спаду і дестабілізації банківського сектору. Адже такі заходи, як безпрецедентне збільшення грошової маси, встановлення рекордно низьких ключових ставок та масштабна кредитна підтримка інститутів фінансового ринку, стали запорукою подолання наслідків фінансової кризи та рецесії у глобальних масштабах та явили собою ознаку суттєвого зростання ролі і значення центральних банків у всій системі регулятивного впливу на економіку.

III. Монетарна політика в Україні: реалії перебігу кризи

Антикризові заходи монетарної політики центральних банків провідних країн світу мають слугувати важливим уроком для розробки стратегії грошово-кредитного регулювання в Україні, позаяк монетарні інструменти можуть і повинні використовуватись для відновлення розвитку економіки і стимулювання виробничого зростання. В Україні, на жаль, якщо йдеться про найважливіші пріоритети грошово-кредитного регулювання у світлі розглянутого вище досвіду провідних центральних банків світу, доводиться констатувати відсутність чіткої стратегії реалізації монетарної політики саме у контексті подолання наслідків глибокої економічної і фінансової кризи, в якій опинилася наша країна. Адже якщо розглядати монетарну політику як засіб забезпечення стійкості національної грошової одиниці (конституційна ціль Національного банку), фінансової стійкості

банківського сектору та сприяння стійкому економічному зростанню, то вочевидь вітчизняні реалії грошово-кредитного регулювання вказують на свідоме обмеження Національним банком свого мандату (зокрема і шляхом внесення відповідних змін у законодавство) до обрання цінової стабільності ключовою і, по суті, єдиною сферою відповідальності НБУ без застережень щодо того широкого кола завдань, які стоять перед відповідними органами у процесі реалізації антикризової економічної політики і здійсненню яких можуть сприяти засоби монетарної політики.

Сьогодні серед економістів немає єдиної думки, якими мають бути кінцеві стратегічні цілі монетарної політики центрального банку, хоча ряд авторів вказує на необхідність використання багатоцільового механізму грошово-кредитного регулювання⁹ як важливого напрямку нівелювання тих чи інших недоліків, які присутні при обранні єдиної цілі — таргетування інфляції, а також як засобу розширення відповідальності центрального банку саме у контексті вирішення нагальних макроекономічних проблем.

Оцінка досвіду грошово-кредитного регулювання центральних банків розвинутих країн світу відображає ті заходи впливу на перебіг економічних процесів, які були спрямовані на подолання кризових явищ, задля чого було задіяно нетрадиційні інструменти, котрі у поєднанні з наявними у їх розпорядженні конвенційними засобами дозволили досягти відповідних пріоритетних цілей антикризової стратегії, які вийшли за рамки цінової стабільності й опинилися у зоні відповідальності монетарної влади. Назвемо їх монетарними пріоритетами, найважливішими серед яких стали три: 1) забезпечення стабільності національної грошової системи шляхом недопущення розгортання не лише інфляційних, але й дефляційних процесів, однаково шкідливих для економіки; 2) підтримання фінансової стійкості банківського сектору шляхом своєчасної кредитної підтримки через надання ліквідності та позбавлення “токсичних” активів як необхідної умови нормального функціонування національної економіки; 3) стимулювання економічного зростання і зниження безробіття шляхом активізації додаткових кредитних програм і кількісного пом’якшення задля створення сприятливих умов кредитування та інвестицій у реальний сектор.

Наскільки такі пріоритети могли виступати орієнтирами для монетарної політики НБУ, можна зробити висновок із тієї всеосяжної кризи, яка охопила вітчизняну економіку і банківський сектор останнім часом, коли інфляційне таргетування було офіційно визнано єдино прийнятним стратегічним орієнтиром грошово-кредитного регулювання, а будь-які спроби пропонувати розширений підхід до трактування монетарної політики як

⁹ Кричевська Т. Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз / Т. Кричевська // *Економіст*. — 2016. — № 5. — С. 4–11; Буковинський С.А. До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України / С.А. Буковинський, Т.Є. Унковська, М.О. Джус // *Економіка України*. — 2015. — № 8. — С. 4–30; Савлук М.І. Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки / М.І. Савлук // *Фінанси України*. — 2016. — № 9. — С. 53–64; Mishkin F.S. *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis* / Frederic S. Mishkin // *National Bureau of Economic Research: Working Paper*. — Cambridge, February 2011. — 62 p.

невід'ємної складової антикризової стратегії держави із широким переліком завдань почали піддаватися обструкції.

Однак чи можна досягти успіху в реалізації однієї окремо взятої цілі монетарної політики, нехтуючи більш широким комплексом завдань антикризового регулювання, так ніби грошова сфера є відокремленою від усієї економіки? І якщо це так, то чому провідні центральні банки розвинутих країн, як це було показано вище, у критичній ситуації розгортання світової фінансової кризи суттєво розширили коло своїх цілей і завдань та почали застосовувати нетрадиційні інструменти грошово-кредитного регулювання задля реалізації усіх трьох монетарних пріоритетів? Відповідь на ці запитання вочевидь лежить у прискіпливій оцінці дієвості обраного в Україні монетарного режиму, наслідування якого, по суті, нівелює всі три ключові стратегічні завдання (тобто монетарні пріоритети за обраною нами термінологією), які б мали лежати в основі реалізації монетарної політики як невід'ємної складової антикризового регулювання у тому випадку, звісно ж, якщо кінцевою ціллю державної економічної політики є подолання кризи, а не якісь інші завдання, приховані від широкого загалу (табл. 1).

Аналіз наведених у табл. 1 даних відображає різке погіршення ситуації за всіма макроекономічними параметрами від початку розгортання у 2014 р. повномасштабної кризи на фінансовому ринку, що не могло не позначитись на реальному секторі економіки та в кінцевому підсумку завдало відчутного удару по всіх сферах економічного життя. Адже кінцеві цілі здійснюваного центральним банком грошово-кредитного регулювання мають достатньо чіткий кількісний вимір.

Так, якщо йдеться про стійкість національної грошової одиниці, то вона має не лише внутрішню складову — у вигляді динаміки індексів цін, а й зовнішню — у вигляді валютного курсу. За таких обставин триразова девальвація національної грошової одиниці в умовах формальної і фактичної відмови НБУ від підтримання валютно-курсової стабільності не могла не позначитися на інфляційних показниках, і незважаючи на всі декларування інфляційного таргетування як самоцілі, інфляція демонструвала загрозливі галопуючі показники.

Фінансова стійкість банківського сектору відображається показниками результативності його діяльності у вигляді рентабельності активів і капіталу, а також частки токсичних активів у кредитному портфелі, а для вітчизняної практики — це ще і динаміка кількості банківських установ, що характеризує відповідні тенденції їх масового виведення з ринку. Адже втрати банків від девальвації національної валюти, окрім власне відтоку депозитів та зростання проблемної заборгованості за кредитами, пов'язані у кінцевому підсумку із необхідністю нарощування резервів, що неминуче призводить до втрат капіталу, а відтак до прямих збитків банківських установ і підриву стабільності банківського сектору загалом.

І нарешті, стан економічного розвитку як кінцева ціль монетарної політики відображається традиційними параметрами динаміки ВВП, безро-

Таблиця 1. Результати реалізації регулятивного впливу на економіку України відповідно до обраних монетарних пріоритетів*

Монетарний пріоритет	Показник	2011	2012	2013	2014	2015	2016
І. Стабільність національної грошової одиниці	Індекс споживчих цін, %	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3	112,4
	Індекс цін виробників промислової продукції, %	114,2	100,3	101,7	131,8	125,4	135,7
	Офіційний курс гривні до долара США, на кінець періоду за 100 дол. США	798,98	799,30	799,30	1576,86	2400,07	2719,09
	Показник девальвації, %	-0,35	-0,04	0	-97,3	-52,2	-0,13
II. Фінансова стійкість банківського сектору	Кількість діючих банків	176	176	180	163	117	96
	Частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів, %	9,6	8,9	7,7	13,5	22,1	24,1
	Капітал банків, млн грн	155 487	169 320	192 599	148 023	103 713	123 784
	Рентабельність активів, %	-0,65	0,48	0,26	-4,24	-5,46	-12,6
	Рентабельність капіталу, %	-4,44	3,26	1,72	-31,95	-51,91	-116,74
III. Економічний розвиток	Рівень безробіття, %	7,9	7,5	7,2	9,3	9,1	9,6
	Темпи зростання ВВП, %	5,5	0,2	0,0	-6,8	-9,9	1,8
	Індекс капітальних інвестицій, % до попереднього року	118,8	108,3	88,9	75,9	98,3	118,0
	Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, млн дол. США	-10 233	-14 335	-16 518	-4 596	-189	-3 364

* Національні рахунки [Ел. ресурс] / Державна служба статистики. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>; Бюлетень Національного банку України [Ел. ресурс] / Національний банк України. — 2015. — № 12. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897.

біття, інвестицій та зовнішньоекономічної збалансованості, що зазвичай характеризує правильність обраного варіанту грошово-кредитного регулювання і запровадженого центральним банком монетарного режиму. Як видно із наведених у таблиці даних, цілі макроекономічної стабілізації досягнуті прямо протилежні — не лише зростання темпів падіння ВВП і безробіття, але й суттєві дисбаланси у зовнішньоекономічній діяльності, незважаючи на масштабну девальвацію національної валюти, оскільки механізм вільного курсоутворення було заявлено як ключовий елемент переходу до режиму інфляційного таргетування.

Однак насправді потрібно визнати, що фактичне запровадження в Україні режиму інфляційного таргетування, коли у 2014 р. Національний банк відмовився від підтримки курсової стабільності, не лише було передчасним з урахуванням тих складних зовнішніх і внутрішніх обставин, в яких перебувала національна економіка, але і призвело до нівелювання всіх інших цілей монетарної політики, реалізація яких дозволила б стабілізувати, а не зруйнувати банківський сектор та сприяти виведенню національного господарства на траєкторію стійкого економічного зростання.

IV. Інфляційне таргетування та макроекономічні проблеми

Проблеми ефективного запровадження інфляційного таргетування як режиму монетарної політики пов'язані не лише із закономірностями розвитку ринків, що розвиваються, але й національними особливостями розгортання кризових явищ в економіці України, за яких жорстке дотримання Національним банком відповідного таргета при нехтуванні всіх інших завдань фактично суперечить можливостям реалізації антикризової стратегії як такої. Основними чинниками, що обумовлюють такий розвиток подій, є такі.

По-перше, класичний варіант інфляційного таргетування засновується за монетаристського трактування інфляції як суто грошового явища, що цілком очевидно, оскільки негрошові чинники інфляційних процесів у розвинутих країнах поставлені під жорсткий державний контроль у вигляді відпрацьованих десятиліттями антимонопольних регулятивних механізмів. Однак в Україні ситуація принципово відрізняється. Інша складова інфляційних процесів, більш відома як інфляція витрат, має своїм корінням інституційну і структурну нерозвинутість вітчизняного ринку, що включно із монополізмом продукує величезний вплив на динаміку цін. І як за таких обставин реагує Національний банк? Проводить жорстку рестрикційну грошово-кредитну політику, що сприяє скороченню грошової пропозиції, та запроваджує жорсткі адміністративні обмеження на валютному ринку (на жаль, не як превентивний захід, а як спосіб гасіння пожежі). Обидва ці напрями у кінцевому підсумку породжують грошовий голод, що негативно позначається на динаміці реального сектору і соціальному розвитку країни. Отже, у програші виявляються всі, крім держави, позаяк значні темпи інфляції і девальвації дозволяють суттєво збільшити бюджетні надходження.

По-друге, в країні фактично немає належного обсягу внутрішнього попиту задля стимулювання виробництва, а рестрикційні заходи, пов'язані з підвищенням процентних ставок і обмеженням кредитних вкладень, фактично загострюють кризу. Інфляційне таргетування, яке має засновуватись на відповідному рівні комунікаційної політики центрального банку і викликати довіру суспільства до його монетарної політики, насправді, коли керівництво регулятора заявляє про свою “невідповідальність” за валютний курс при інфляції на рівні понад 40 % в річному вимірі, є фактично засобом загострення кризи, а не її подолання. Це означає необхідність вибору такого номінального якоря монетарної політики, а ще краще, щоб їх було декілька, які б викликали довіру у суспільства і бізнесу, відображаючи незмінність довгострокових цілей грошово-кредитної політики щодо підтримання стійкості національної валюти не лише у внутрішньому, але й у зовнішньому вимірі як необхідної умови мінімізації ризиків при плануванні господарської діяльності й запоруки реалізації довгострокових інвестиційних проектів, без яких неможливими є економічне зростання і високий рівень зайнятості.

По-третє, зосередження центрального банку лише на одній цілі монетарної політики — інфляційній стабільності — є доречним лише за умов стійких темпів довгострокового економічного зростання, добре розвинутого внутрішнього ринку та стійкої позитивної динаміки внутрішнього попиту. Однак, як показує досвід останнього світової фінансової кризи, за відсутності цих умов навіть центральні банки провідних розвинутих країн змушені були тимчасово відмовлятися від цієї стратегії на користь нетрадиційних інструментів монетарної політики задля стимулювання економічного зростання і боротьби із безробіттям. Тобто інфляційне таргетування саме по собі аж ніяк не придатне для боротьби зі стагфляцією. Тому для вітчизняної економіки, де високі темпи інфляції поєднуються із виробничим спадом, забезпечення монетарної стабільності має виступати першоосновою і необхідним елементом більш широкого і складного завдання — стимулювання економічного зростання.

По-четверте, умови функціонування малої відкритої економіки України, яка критично залежить від кон'юнктури зовнішніх ринків, і зовнішньоекономічний оборот якої (експорт плюс імпорт) перевищує ВВП країни, передбачає мінімізацію валютної волатильності як ключову ознаку макроекономічної стабілізації. Адже ефект від девальвації задля стимулювання експорту нівелюється підризом внутрішньої фінансової стабільності. Крім того, дуже небезпечним слід вважати активне включення центрального банку в девальваційну гонитву, коли в умовах зниження цін на зовнішніх ринках сировини свідомо проводиться політика знецінення національної валюти задля компенсації збитків експортерам і утримання їх позицій на відповідних ринках. В умовах спадної динаміки зовнішньоекономічної кон'юнктури, скорочення валютної виручки і девальвації національної валюти, що об'єктивно позначається на темпах інфляції, центральний банк, реагуючи відповідно до обраного за номінальний якор інфляційного тарге-

та, змушений підвищувати процентні ставки і скорочувати грошову масу, що природно завдає шкоди реальному сектору і поглиблює виробничий спад.

Звісно, запровадження інфляційного таргетування як режиму монетарної політики в Україні було передчасним через необхідність ключових передумов, необхідних для ефективного функціонування такого режиму на практиці¹⁰. І справа не лише у відсутності належного ступеня незалежності центрального банку, дієвих каналів монетарної трансмісії та адекватних макроекономічних умов для переходу до нового монетарного режиму. Йдеться радше про порушення самої логіки реалізації антикризових заходів на фінансовому ринку, першоосновою руйнування стабільності якого стала раптова відмова центрального банку від будь-якого втручання в чинні механізми курсоутворення, що для малої відкритої сировинної економіки, якою власне і є економіка України, стало сигналом до швидкого розгортання негативних тенденцій у розвитку банківського сектору, грошової системи та господарського механізму в цілому. І хоча в офіційних документах НБУ запровадження інфляційного таргетування було представлено як першооснова для подальшої стабілізації фінансової системи та забезпечення стійкого економічного зростання¹¹, на практиці воно мало результати, протилежні очікуваним.

Саме значне знецінення національної грошової одиниці, як унаслідок інфляційних процесів, так і внаслідок безпрецедентної в новітній історії України девальвації, призвело до підризу довіри до банківського сектору, спричинивши масовий відтік вкладів, труднощі в обслуговуванні виданих кредитів, а відтак зумовлюючи потребу в додатковому нарощуванні банками резервів, знижуючи водночас обсяг регулятивного капіталу, що в кінцевому підсумку спричинило карколомне зростання рівня збитковості банків і призвело до неплатоспроможності й виведення з ринку багатьох з них. У свою чергу, проблеми банківського сектору не могли не позначитися на функціонуванні сектору реального, зумовлюючи виробничий спад в усіх галузях економіки, падіння інвестиційної активності, зростання безробіття, дефіцит зовнішньої торгівлі.

Вочевидь, заходи, спрямовані на перехід до режиму вільного плавання у валютно-курсовій політиці, що визначалося Національним банком України як необхідний елемент запровадження режиму інфляційного таргетування¹² та вибору процентної ставки як головного інструменту передачі монетарних імпульсів в економіку, на практиці запустили процеси, не лише пов'язані із розкручуванням маховика інфляції, але й деструкції банківського сектору, виробничого спаду та внутрішньо- і зовнішньоекономічної

¹⁰ Дзюблук О.В. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О.В. Дзюблук // Світ фінансів. — 2015. — № 2. — С. 13—14.

¹¹ Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ) [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Київ, 16 березня 2016 року. — С. 2. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.

¹² Річний звіт Національного банку України за 2015 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — С. 43. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>.

дестабілізації. Обрання Національним банком підходів до реалізації монетарної політики, сконцентрованих на досягненні цінової стабільності, обумовило по суті анулювання впливу на кредитні програми комерційних банків як через механізми формування резервів, так і через механізми пільгових процентних ставок та довгострокового рефінансування. Тобто на практиці реалізація означених нами вище монетарних пріоритетів, які б мали відображати реальні ознаки ефективного впливу центрального банку на ситуацію у фінансовому секторі, як це відбувається в розвинутих країнах, набула характеру неконтрольованого розвитку подій із загостренням кризових явищ у тих сферах, на які б мав ефективно впливати центральний банк засобами монетарної політики.

V. Монетарне регулювання як складова антикризової стратегії

Потрібно розуміти, що за таких складних обставин, які склалися в економіці України, центральним банком мав би бути обраний інший шлях регулювання — стабілізації грошової і банківської систем як першооснови подальшої макроекономічної стабілізації із подальшим переходом до стійкого виробничого зростання на основі банківського кредитування реального сектору.

Очевидно, що сприяння економічному розвитку мало б бути серед пріоритетів монетарної політики центрального банку, цільова кредитна підтримка якого комерційних банків має вирішувати такі завдання, як нарощування виробничого потенціалу, відновлення інфраструктури, реструктуризація реального сектору, стимулювання розвитку обробної промисловості. Однак першоосновою реалізації цих завдань є забезпечення стабільності національної валюти.

Утім, попри свої конституційні обов'язки, НБУ від моменту запровадження гривні постійно проводив політику з її знецінення, вираженням чого слугували не лише високі темпи інфляції, але й багатократна девальвація національної грошової одиниці за відносно короткий проміжок часу. Це вказує не лише на недосконалість і обмежені можливості реалізації монетарної політики НБУ, але й на його інституційну слабкість і відсутність незалежності саме як органу грошово-кредитного регулювання, оскільки емісійний потенціал упродовж останнього періоду спрямовувався не на підтримку економічного розвитку, а на задоволення інтересів обмеженого кола осіб, здатних впливати на прийняття відповідних рішень: уряду — задля монетизації державного боргу; окремих комерційних банків — задля конвертування кредитів рефінансування в іноземну валюту і сприяння виведенню капіталів за кордон; експортерів — задля отримання надприбутків у результаті девальвації національної валюти.

І якщо центральні банки провідних країн світу свій емісійний потенціал задіювали для подолання наслідків фінансової кризи шляхом застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики, за допомогою яких через цільові кредитні програми стимулювали виробниче зростання і сукупний попит, то в Україні динаміка грошової бази, грошової маси, кре-

дитної активності банків і ВВП країни вказує на протилежні тенденції, за яких випуск грошей в обіг не пов'язувався з впливом на економічне зростання (табл. 2).

Таблиця 2. Динаміка показників грошового обігу і кредитної активності банків України*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Грошова маса, МЗ:							
залишки на кінець періоду, млрд грн	597,87	685,52	773,20	908,99	956,73	994,06	1102,70
зміна в річному обчисленні, %	22,7	14,7	12,7	17,6	5,3	-9,9	6,6
Грошова база:							
залишки на кінець періоду, млрд грн	225,69	239,86	255,28	307,14	333,19	336,00	381,58
зміна в річному обчисленні, %	15,8	6,3	6,4	20,3	8,5	0,8	13,6
Фактичний грошовий мультиплікатор	2,7	2,9	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9
Кредити, надані комерційними банками суб'єктам господарювання:							
залишки на кінець періоду, млрд грн	500,96	575,55	605,43	691,90	778,84	787,80	822,11
зміна в річному обчисленні, %	8,4	14,9	5,2	14,3	12,6	1,2	4,4
Кредити, надані комерційними банками фізичним особам:							
залишки на кінець періоду, млрд грн	209,54	201,22	187,63	193,53	211,22	174,87	163,33
зміна в річному обчисленні, %	-13,1	-4,0	-6,8	3,1	9,1	-17,2	-6,6

Закінчення табл. 2

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Цінні папери сектору загального державного управління у портфелі комерційних банків							
залишки на кінець періоду, млрд грн	58,09	60,70	66,74	93,95	109,92	89,29	247,88
зміна в річному обчисленні, %	178,0	4,5	9,9	40,8	17,0	-18,8	177,6
Облікова ставка НБУ, %	7,75	7,75	7,5	6,5	14,0	22,0	14,0
Процентні ставки за кредитами, наданими банками суб'єктам господарювання, %	14,0	13,3	14,5	13,2	14,5	17,7	14,21
Процентні ставки за кредитами, наданими банками фізичним особам, %	25,2	26,5	27,4	27,3	27,9	27,4	29,67
Темпи зростання ВВП, %	4,1	5,5	0,2	0	-6,8	-9,9	1,8

* За даними: Бюлетень Національного банку України [Ел. ресурс] / Національний банк України. — 2015. — № 12. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?catId=57897>; Грошово-кредитна та фінансова статистика [Ел. ресурс] / Національний банк України: Департамент статистики і звітності. — Січень 2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45361172>.

Як видно з даних, наведених у табл. 2, спершу скорочення приросту реального ВВП, а потім і його падіння досить чітко відповідає обмеженням приросту і скороченню грошової маси в обігу. Це якраз і характеризує непродуктивну реалізацію емісійного потенціалу центрального банку, який ніяк не стимулює комерційні банки кредитувати реальний сектор. А відтак вітчизняне “кількісне пом'якшення” дало лише “пом'якшення” стабільності національної валюти, а разом із нею і всієї банківської системи країни. А низький рівень фактичного грошового мультиплікатора, що визначається як співвідношення грошової маси до грошової бази, вказує на неспроможність банківської системи через кредитування економіки, тобто реалізацію свого кредитного потенціалу, забезпечувати грошовий обіг на-

лежною кількістю платіжних засобів, стимулюючи тим самим виробниче зростання.

Кредитування реального сектору сьогодні фактично зведено до мінімуму як у зв'язку з проблемами на грошовому ринку (високі кредитні ризики, брак платоспроможних позичальників, дорожнеча кредитних ресурсів), так і через відсутність належної цільової підтримки НБУ кредитних програм розвитку. Результатом цього і стали спад виробництва, зростання збитковості підприємств реального сектору, падіння рівня доходів домогосподарств, погіршення інвестиційного клімату та перспектив ведення бізнесу. Натомість суттєво зросли інвестиції банківського сектору в державні цінні папери, причому темпи зростання таких вкладень суттєво перевищували темпи росту кредитування реального сектору ще навіть у докризовий період, а це, як відомо, породжує ефект витіснення, коли попит уряду на кредитні ресурси, конкуруючи із попитом бізнесу, фактично витісняє останній із фінансового ринку з усіма негативними наслідками для розвитку реального сектору. Уже на початок 2017 р. портфель урядових цінних паперів комерційних банків у 1,5 рази перевищував портфель кредитів, наданих домашнім господарствам.

Зміни ж у процентній політиці Національного банку ніяк не позначаються на динаміці кредитної активності комерційних банків, хоча саме ключова процентна ставка визначається НБУ як основний інструмент монетарної політики¹³. Насправді, за нормальних ринкових умов, цільова процентна ставка, що оголошується центральним банком, виконує важливу інформативну функцію. Вона повідомляє економічним агентам про орієнтири монетарної політики, спрямованої на забезпечення стабільного рівня цін і недопущення надмірної інфляції та дефляції. Здійснюючи операції на відкритому ринку, центральний банк впливає на стан вільних резервів комерційних банків, що позначається на обсягах ліквідності й рівні процентних ставок на ринку міжбанківських кредитів. Однак за умов невідомості цього механізму у вітчизняних умовах необхідно зберігати упродовж певного перехідного періоду курсові орієнтири в якості важливого інструмента впливу регулятора на динаміку економічних процесів і фінансової стабілізації банківського сектору.

Очевидно, що заходи зі стимулювання економічного розвитку мають набути першочергового значення нарівні із підтриманням стабільності національної валюти і банківського сектору. У зв'язку з цим процес формування і реалізації монетарної політики як невід'ємної складової антикризової стратегії мав би ґрунтуватися на системі таких вихідних положень.

По-перше, необхідно відмовитися від трактування інфляційного таргетування як виняткового монетарного режиму, якого має дотримуватись Національний банк, причому часто на шкоду іншим важливим макроекономічним завданням антикризового спрямування. Це означає необхідність

¹³ Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ) [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Київ, 16 березня 2016 року. — С. 12. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.

дотримання центральним банком логіки побудови монетарних пріоритетів, триєдина система яких має забезпечувати комплексне поєднання грошової, банківської та економічної стабільності як запоруки успішного подолання кризових явищ на фінансовому ринку та в реальному секторі.

По-друге, у зв'язку з тим, що, відмовляючись від валютно-курсової стабільності, Національний банк не може виключно через процентну ставку досягти стабільності цін, то запровадження різних сурогатних показників “базової інфляції” та невизначеність перспектив зміни обмінного курсу буде надалі виступати фактором суспільної недовіри до національної грошової одиниці й банківської системи. Тому центральний банк має сформулювати чіткі та зрозумілі курсові орієнтири, котрі можна запровадити у вигляді валютного коридору, що обмежував би граничні коливання курсу певними рамками, надаючи водночас сигнал учасникам ринку про цей “номінальний якор” монетарного регулювання, забезпечуючи тим самим не лише валютно-курсову, а й цінову стабільність як передумову ефективного функціонування банківського сектору. Адже за таких умов мінімізуються ризики відтоку вкладів, погіршення якості активів та втрати капіталу банків.

По-третє, необхідність стабілізації банківської системи визначається не цільовими показниками максимальної кількості виведених з ринку банківських установ з усіма подальшими проблемами для вкладників, кредиторів і державного бюджету, а формуванням належних умов для повноцінного виконання банківським сектором своєї базової функції — фінансового посередництва в економіці шляхом акумулювання капіталів і спрямування їх через кредитний механізм на цілі економічного зростання. Відтак своєчасне застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики за прикладом центральних банків розвинутих країн щодо кредитної підтримки банків, підвищення ефективності банківського регулювання і нагляду, а також застосування процедур злиття і поглинання банків зі збереженням усіх їхніх зобов'язань могли б стати вихідною умовою не лише зростання довіри суспільства до банків, але й активізації ними кредитування реального сектору з усіма позитивними наслідками для економічного розвитку.

По-четверте, активізація банківського кредитування реального сектору як невід'ємна складова антикризової стратегії має базуватися на застосуванні активних заходів, здійснюваних на законодавчому рівні і спрямованих на захист прав кредиторів, протидії зловживанням у банківському секторі щодо кредитування пов'язаних осіб, застосування жорсткого контролю за цільовим використанням наданої центральним банком кредитної підтримки комерційним банкам із чітким обумовленням цілей кредитування згідно зі стратегією подолання виробничого спаду в реальному секторі. У зв'язку з цим доцільно повернутися до розгляду питання про діяльність спеціалізованого Банку розвитку як ключового інституту держави у передачі монетарних імпульсів реальному сектору.

Таким чином, потрібно розуміти, що вузький підхід до трактування завдань монетарної політики і виведення її із сфери відповідальності за макроекономічну стабілізацію загалом мають вкрай негативні наслідки для національної економіки. Саме такі наслідки, як розладнання грошового обігу, дестабілізація банківської системи, значні темпи інфляції, невизначеність у курсових орієнтирах призводять до руйнації ринкових механізмів, сприяють падінню виробництва, породжують масштабну макроекономічну дестабілізацію. Тому необхідно наголосити, що стабільність грошової системи, яка визначається не лише низькими темпами інфляції, а й стійким курсом національної валюти, нарівні з адекватною до вітчизняних реалій монетарною політикою, спроможною застосовувати у відповідні моменти, окрім звичних інструментів регулювання ще і нетрадиційні засоби впливу, є найважливішими передумовами нормалізації соціально-економічного стану, забезпечення рівноваги на ринку та створення умов для стійкого зростання виробництва.

Тільки прозорість і передбачуваність монетарної політики центрального банку, яка базується на чітко виражених орієнтирах, може забезпечити належний рівень довіри до неї суспільства, знизити інфляційні очікування населення та поліпшити ділову активність бізнесу. Лише на таких засадах реалізація монетарної політики як одного з ключових важелів антикризової стратегії держави може сприяти відновленню макроекономічної рівноваги, яку слід розуміти як позитивний вплив антиінфляційної і курсової динаміки на підтримання стійких темпів економічного зростання, мінімальний рівень дефіциту бюджету і платіжного балансу, а також низький рівень безробіття.

Список використаних джерел:

1. Дзюблюк О.В. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / О.В. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. — 2008. — № 1. — С. 8—15.
2. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Ел. ресурс] / Рада Національного банку України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>.
3. Інфляційний звіт. Жовтень 2016 [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387>.
4. Federal Reserve System: Purposes and Functions [El. resource] // A publication of the Board of Governors of the Federal Reserve System. — 10th ed. October 2016. — 182 p. — URL: <https://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>.
5. Federal Reserve Statistical Release. Factors affecting reserve balances [El. resource] // Board of Governors of the Federal Reserve System. — URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.
6. John S. The Bank of England's Special Liquidity Scheme [El. resource] / Sarah John, Matt Roberts, Olaf Weeken // Bank of England Quarterly Bulletin. — 2012. — Q1. — Vol. 52, No. 1. — P. 57—66. — URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb1201.pdf>.

7. Decision of the European Central Bank of 29 July 2014 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (ECB/2014/34) [El. resource] / The Governing council of the European central bank // Official Journal of the European Union. — 29.08.2014. — L 258/11 — L 258/29. — URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_258_r_0006_en_txt.pdf.

8. Кричевська Т. Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз / Т. Кричевська // Економіст. — 2016. — № 5. — С. 4—11.

9. Буковинський С.А. До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України / С.А. Буковинський, Т.Є. Унковська, М.О. Джус // Економіка України. — 2015. — № 8. — С. 4—30.

10. Савлук М.І. Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки / М.І. Савлук // Фінанси України. — 2016. — № 9. — С. 53—64.

11. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis / Frederic S. Mishkin // National Bureau of Economic Research: Working Paper. — Cambridge, February 2011. — 62 p.

12. Національні рахунки [Ел. ресурс] / Державна служба статистики. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

13. Бюлетень Національного банку України [Ел. ресурс] / Національний банк України. — 2015. — № 12. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897.

14. Дзюблюк О.В. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О.В. Дзюблюк // Світ фінансів. — 2015. — № 2. — С. 7—18.

15. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ) [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Київ, 16 березня 2016 року. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.

16. Річний звіт Національного банку України за 2015 рік [Ел. ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=31669311>.

17. Грошово-кредитна та фінансова статистика [Ел. ресурс] / Національний банк України: Департамент статистики і звітності. — Січень 2017. — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45361172>.

Надійшла до редакції 22.03.2017

Oleksandr Dzyublyuk. *Monetary Policy as a Key Tool of Anti-crisis Measures in the Economy*

The article considers the possibilities of qualitatively new filling of the monetary policy concerning submission to a wider range of tasks in the context of implementation of anti-crisis measures. It examines the experience of monetary regulation of the world's leading central banks in the context of expanding the range of their goals and applying non-traditional instruments of monetary policy. It will then examine the main aspects of the contradictions of the current mandate of the National Bank of Ukraine regarding the maintenance of price stability as exclusive goal. Finally, it substantiates the necessity of applying a comprehensive approach to determining the objectives of monetary policy as the main component of anti-crisis regulation through the maintenance of the national currency stability, financial stability of the banking sector, and promoting economic growth.

Александр Дзюблук. *Монетарная политика как ключевой рычаг реализации антикризисных мер в экономике*

Рассматриваются возможности качественно нового наполнения монетарной политики, касающегося подчинения более широкому спектру задач в контексте реализации антикризисных мер. Анализируется опыт денежно-кредитного регулирования ведущих центральных банков мира с точки зрения расширения круга их целей и применения нетрадиционных инструментов монетарной политики. Определяются основные аспекты противоречий действующего мандата Национального банка Украины относительно поддержания исключительно ценовой стабильности. Обосновывается необходимость применения комплексного подхода к определению целей монетарной политики как главной составляющей антикризисного регулирования посредством обеспечения стабильности национальной валюты, финансовой устойчивости банковского сектора, а также содействия экономическому росту.