

# НАПРЯМИ ОПТИМІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Сегеда Л.М.

*аспірант кафедри банківської справи  
Тернопільського національного економічного університету,  
Україна, м.Тернопіль*

## DIRECTIONS FOR IMPROVEMENT OF NBU'S MONETARY POLICY IN CONDITIONS OF FINANCIAL INSTABILITY

Seheda L.M.

*graduate student of Department of Banking  
Ternopil National Economic University,  
Ternopil, Ukraine*

### Анотація

У статті здійснено аналіз окремих аспектів грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах економічної нестабільності. Визначено результати їх впливу на економічний розвиток держави. Запропоновано заходи щодо підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання з метою подолання кризових явищ в економіці.

### Abstract

The article analyzes some aspects of monetary policy of the National Bank of Ukraine in conditions of economic instability. The results of their impact on the economic development of the state are determined. Measures to improve the efficiency of monetary regulation order to overcome the economic crisis are proposed

**Ключові слова:** грошово-кредитна політика, центральний банк, економіка, інфляційне таргетування, рефінансування, процентна політика, процентні ставки.

**Keywords:** monetary policy, the central bank, economics, inflation targeting, refinancing, interest rate policy, interest rates.

Національний банк України ще від часів проведення грошової реформи у своїй грошово-кредитній політиці фактично притримувався монетарного режиму фіксованого

валютного курсу. Така політика, на наш погляд, враховуючи стан національної економіки та її структуру, була обумовлена необхідністю, оскільки дозволяла підтримувати цінову стабільність, яка, відповідно, є запорукою добробуту всіх економічних агентів. Однак, варто зазначити, що ефективність такої політики не завжди була високою, так як вона не мала гнучкості і оптимальної реакції на динаміку сальдо платіжного балансу, яке в основному залежить від цін на експортовану сировину та імпортовані енергоносії.

Динаміка офіційного валютного курсу не відповідала динаміці сальдо платіжного балансу, а стабільність самого валютного курсу досягалася за рахунок зменшення офіційних резервних активів [6]. Виходячи з цього можна зробити висновок, що для ефективного управління валютним курсом та забезпечення валютної і цінової стабільності в майбутньому, НБУ необхідно було провести повзучу девальвацію з метою корегування сальдо платіжного балансу, що знизило б девальваційні ризики в 2014 році. Окрім цього, важливим елементом забезпечення валютної і нової стабільності мало б бути стимулювання росту імпортозаміщення та зниження енергоємності ВВП, що знизило б негативне сальдо рахунку поточних операцій і в цілому сальдо платіжного балансу. Однак політика НБУ та Уряду, в цьому плані, носила недалекоглядний характер.

Внаслідок жорсткої прив'язки курсу гривні до долара США та відсутності реальних економічних реформ разом із зниженням цін на світових ринках на вітчизняну сировинну продукцію, відповідно відбулося значне погіршення сальдо платіжного балансу та зниження обсягів офіційних резервних активів, що призвело до значної девальвації та росту інфляції в 2014-2015 роках. У цьому випадку, на початку 2014 року, інфляційні процеси в Україні визначала саме девальвація гривні, а не зростання грошової маси, адже зниження вартості національної валюти призводило до зростання цін на імпортовані товари, а особливо на енергоносії. При чому на тлі збільшення інфляції у дійсності відбувалося згортання національного виробництва і як наслідок значне падіння ВВП, а також зменшення обсягів грошової маси в економіці [6].

Так, наприкінці 2014 року інфляція увійшла у фазу галопуючої, а економіка від рецесії перейшла до стану глибокої депресії та стагфляційної кризи. А перший квартал 2015 року разом зі зростанням інфляції відзначився падінням ВВП на 17%.

Інфляція у цій некласичній ситуації мала характер не інфляції попиту, яку зазвичай обмежують через стиснення грошової маси, а інфляції витрат (внаслідок зростання тарифів і збільшення цін імпортованих товарів через девальвацію національної грошової одиниці). Таку інфляцію знижують через забезпечення валютної стабільності та стимулювання пропозиції товарів за рахунок імпортозаміщення і насичення внутрішнього ринку вітчизняними товарами [7].

Однак, Національний банк України не розуміючи (чи не бажаючи розуміти) ситуації оголосив про зміну монетарного режиму з де-факто таргетування валютного курсу на інфляційне таргетування, для введення якого, абсолютно не було забезпечено як макроекономічних (демонополізація, дедоларизація, наявність розвинутого внутрішнього ринку, переважання технологічного експорту над сировинним, малий процент тіньової економіки), так і технічних (ефективна процентна політика НБУ, прозорий механізм рефінансування) умов. Оголосивши про перехід до інфляційного таргетування, НБУ різко зменшив свою присутність на валютному ринку, що разом із введенням жорстких валютних обмежень призвело до зменшення операцій на міжбанківському валютному ринку, а, це, в свою чергу, спричинило значну тінізацію валютного ринку та мало негативний вплив на цінову та фінансову стабільність [6].

В частині процентної політики, як головного інструмента грошово-кредитної політики в умовах інфляційного таргетування, Національний банк України також допустив ряд прорахунків, зокрема при встановленні ставок овернайт за операціями рефінансування та ставками за депозитними сертифікатами. Так, щодо процентних ставок рефінансування, то НБУ було встановлено на протязі 7 місяців ставку за кредитами рефінансування овернайт нижче ставки за кредитами наданими шляхом проведення тендера, чим було створено спекулятивний попит на кредити овернайт з метою проведення спекулятивних операцій на міжбанківському валютному ринку

При зростанні обсягів кредитів рефінансування овернайт відбувається збільшення девальвації гривні, при зниженні обсягів рефінансування овернайт – волатильність курсу зменшується. Таким чином, через встановлення занижених ставок овернайт та високих ставок за кредитами шляхом проведення тендера, які надаються терміном до 90 (в окремих випадках до 360) днів і могли б бути використаними для компенсації відтоку коштів вкладників, Національний банк України самостійно сприяв збільшенню обсягів спекулятивних операцій банків. Однак, пізніше, замість того щоб зробити ширший коридор ставок за кредитами овернайт та ставками за кредитами рефінансування шляхом проведення тендера з метою підтримки короткострокової і середньострокової ліквідності банків, НБУ підвищив процентні ставки до рівня 30% з метою стиснення грошової маси і досягнення цілей інфляційного таргетування (а фактично для повернення до керованого плавання валютного курсу), чим не тільки знизив обсяги спекулятивних операцій з іноземною валютою, а створив умови для обмеження кредитування реального сектору економіки. Оскільки разом із підвищенням ставок за кредитними операціями НБУ відбулося підвищення ставок за депозитними сертифікатами.

Так, у період до 04.03.2015 ставку за депозитними сертифікатами овернайт було підвищено до 20%, на 7 та 14 днів — до 26%, а на 30 днів — до 27%. На такому високому рівні ставки перебували аж до середини липня, сприяючи розкручуванню надзвичайно витратної для держави спіралі профіциту ліквідності. Водночас ставка за депозитними сертифікатами НБУ зрівнялася зі ставками за гривневими кредитами в економіку, що фактично знищило для банків економічний сенс і мотивацію до кредитування, а отже, стало додатковим чинником рецесії. У 2016 році рівень облікової ставки (яка з квітня дорівнює ставці за двотижневими депозитними сертифікатами) значно перевищив рівень інфляції [6].

Таким чином, окрім розбалансування функціонування міжбанківського валютного та кредитного ринків, політика НБУ призвела до загострення проблем із банківською ліквідністю, адже НБУ, по суті, своїми діями підмінив міжбанківський ринок. Більше того, не зважаючи на проблеми з ліквідністю та 300-відсоткову девальвацію гривні на тому ж рівні залишилася норма обов'язкового резервування в іноземній валюті (6%), що мало негативний вплив на виконання обов'язкових нормативів комерційними банками в силу недостатніх обсягів ліквідних коштів розміщених на коррахунках банків.

Також проблемою грошово-кредитної політики було й те, що в умовах економічної кризи НБУ змушений був фінансувати дефіцит державного бюджету через викуп на первинному ринку ОВДП. Так, у 2014 році інтенсивність використання цього інструменту значно посилилась – річний обсяг вкладень перевищив їх сумарний приріст за усі попередні роки. Зазначений канал емісії використовувався переважно для покриття дефіциту державного сектору (зокрема НАК “Нафтогаз України”), а не для управління ліквідністю банківської системи. У загальних рисах така практика збереглася й у 2015 році, що можна обґрунтувати бюджетними потребами у ситуації форс-мажорних воєнно-політичних обставин.

Залишок ОВДП у портфелі НБУ за 2014 рік зріс на 171,1 млрд. грн. (до 318,1 млрд грн), за підсумками 2015 року – на 71,8 млрд грн. (до 389,9 млрд грн.). Таким чином, частка портфелю Національного банку у загальному обсязі ОВДП в обігу протягом 2014–2015 років збільшилася з 59% до 77% [8]. За такої ситуації перехід до режиму інфляційного таргетування не є доцільним, оскільки фінансування дефіциту бюджету за рахунок емісійних коштів НБУ призводить до посилення девальваційних та інфляційних тенденцій.

В цілому, і грошово-кредитна і валютна політика Національного банку України протягом 2014-2016 років не була спрямована на забезпечення стабільності національної грошової одиниці та створення умов для зростання зайнятості і ВВП, а лише ґрунтувалася на хибних рішеннях та рекомендаціях МВФ щодо запровадження саме інфляційного

таргетування, яке призвело до суттєвих втрат не лише банківської системи, а практично всіх суб'єктів економіки.

Тому, виходячи із проведеного вище короткого аналізу результативності грошово-кредитної політики виникає необхідність розробки пропозицій щодо її удосконалення в контексті забезпечення як стабільності національної грошової одиниці, так і відновлення зростання ВВП.

Серед основних заходів в напрямку підвищення ефективності грошово-кредитної та валютної політики Національного банку України перш за все має стати перегляд підходів до вибору монетарного режиму.

Таким чином, враховуючи поточну ситуацію в економіці та наявні структурні дисбаланси, на наш погляд, найбільш оптимальним монетарним режимом для України буде режим «без номінального якоря», що передбачатиме дотримання національним банком двох проміжних цілей монетарної політики: стабільного валютного курсу та мінімальної інфляції. При цьому, для забезпечення гнучкості монетарної політики необхідно розглянути можливість впровадження як валютного так і інфляційного коридорів. Валютний коридор дозволить обмежити надмірні темпи витрачання золотовалютних резервів країни та зменшити психологічні чинники впливу на валютний курс, а інфляційний – дозволить врахувати негативні зовнішні та внутрішні економічні і політичні чинники. Також, варто зазначити, що основною стратегічною метою Національного банку України в ході реалізації монетарного режиму без номінального якоря повинна бути динаміка приросту ВВП та зниження безробіття.

Переваги використання запропонованого монетарного режиму полягають у можливості проводити політику, спрямовану на «тонке» настроювання обмінного курсу, що сприятиме підтриманню конкурентоспроможності української економіки за збереження балансу між темпами інфляції, реальної грошової пропозиції і динамікою економічного зростання; забезпеченню еволюційного характеру трансформації монетарного режиму у відповідності з розвитком реальної економіки. Звичайно в якості недоліків не варто забувати про посилення ризиків, пов'язаних з обмеженими можливостями проведення гнучкої грошово-кредитної політики в умовах недостатньо розвинених фінансових ринків, а також відсутність чітких керівних принципів вирішення конфлікту між забезпеченням стабільності системи цін та підтриманням стабільного валютного курсу, що робить монетарну політику менш прозорою. Проте, на нашу думку, девальвація гривні одночасно з використанням переваг політики «слабкої» валюти є найбільш оптимальною монетарною стратегією у ситуації сьогоденної невизначеності [8].

Виходячи із запропонованого монетарного режиму, удосконалення потребує процентна політика НБУ шляхом переходу до широкого коридору процентних ставок, де процентна ставка за кредитами рефінансування овернайт має бути найвищою ставкою

грошового ринку, а процентна ставка за депозитами овернайт – найнижчою ставкою грошового ринку. Однак, ми не погоджуємося з тим, що процентна ставка за двотижневими депозитними сертифікатами повинна дорівнювати обліковій ставці, що зараз використовується нацбанком, оскільки облікова ставка може бути наближеною до процентних ставок за кредитами комерційних банків як на міжбанківському ринку, так і кредитами в реальний сектор економіки, а це в умовах кризи може збільшувати привабливість депозитних сертифікатів НБУ порівняно із корпоративними кредитами. Тому, на наш погляд, процентна ставка за депозитними сертифікатами НБУ овернайт повинна бути нижчою за облікову ставку, а її величина і динаміка залежати від величини ставок на міжбанківському кредитному ринку та ставок за кредитами в реальний сектор економіки, що дозволить банкам користуватися депозитними сертифікатами НБУ тільки у виняткових ситуаціях, а для розміщення решти ліквідних коштів шукати проекти в реальному секторі економіки.

Похідними від процентної політики інструментами грошово-кредитної політики є кредити рефінансування, які повинні бути спрямовані не тільки на підтримку ліквідності банківських установ у випадку відтоку коштів вкладників, а й для стимулювання кредитування реального сектору економіки.

Враховуючи досвід Національного банку Угорщини та багатьох інших центральних банків розвинутих країн світу, зокрема Європейського центрального банку та Федеральної резервної системи США, в Україні необхідним є впровадження інструментів рефінансування побудованих на продуктивній емісії. Тобто необхідним є створення Національним банком України спільно з Урядом спеціальних програм рефінансування комерційних банків, а особливо державних банків з метою кредитування реального сектору економіки, зокрема виробників енергозберігаючих технологій, машинобудування, сільського господарства, що дасть змогу досягти бажаного рівня зростання ВВП.

Окрім започаткування програм рефінансування реального сектору економіки, потребує удосконалення самий механізм рефінансування, а саме порядок відбору банків, які мають право отримувати такі кредити. На наш погляд, з метою визначення платоспроможних комерційних банків, які можуть отримати допуск до кредитів рефінансування чи до участі у тендерах ліквідності, НБУ доцільно було б розробити відповідний рейтинг банків на основі щоквартального стрес-тестування. Розробка прозорого рейтингу банків дозволила б відмовитися від використання високої облікової ставки у якості критерію відсіву неплатоспроможних банків від механізму рефінансування. Адже встановлення облікової ставки на рівні 22-30% з метою обмеження можливостей отримання кредитів рефінансування неплатоспроможними банками не є надійною гарантією належного відбору банків щодо

отримання кредитів рефінансування за критерієм платоспроможності.

Удосконалення процентної політики Національного банку України та підвищення ефективності механізму рефінансування є першочерговими заходами на шляху до забезпечення фінансової стабільності. Додатковими заходами щодо удосконалення грошово-кредитної та валютної політики є їх адміністративні інструменти, зокрема валютні обмеження, які повинні сприяти детінізації валютного ринку. Валютні обмеження в Україні на продаж валютної виручки експортерами, обмін валют населенням діють вже більше двох років і, відповідно, самі є приводом для розвитку тіньового валютного ринку. Тому в цьому контексті необхідною є валютна лібералізація в частині надходження капіталу в Україну, впровадження обмежень на вихід капіталу за кордон, однак такі заходи в сфері валютного регулювання повинні застосовуватися одночасно із відновленням стабільності валютного курсу шляхом розширення участі НБУ на міжбанківському валютному ринку. Такі заходи дадуть змогу стабілізувати курс гривні та повернути довіру інвесторів, а також призведуть до повернення валютної виручки експортерів, яка зберігається на рахунках в іноземних банках за кордоном у якості «втечі» від валютних обмежень.

У середньостроковій перспективі необхідними заходами з підвищення ефективності грошово-кредитної політики будуть заходи спрямовані на розвиток вітчизняного фондового ринку, що дозволить НБУ ефективно використовувати операції РЕПО, а вітчизняним підприємствам залучати додаткові кошти для свого розвитку шляхом розміщення власних боргових цінних паперів. Не менш корисним розвиток фондового ринку буде й для вітчизняних комерційних банків, які зможуть управляти своєю ліквідністю за рахунок купівлі чи продажу як державних, так і корпоративних цінних паперів, а також здійснювати фінансування підприємств через придбання їхніх цінних паперів.

В частині такого інструменту грошово-кредитної політики як норма обов'язкового рефінансування також необхідні певні зміни, зокрема в напрямку зміни структури банківських активів та пасивів, а саме: створення довгострокової ресурсної бази, що може відбутися шляхом встановлення нульових або наближених до нуля ставок обов'язкового резервування.

Підсумовуючи, доцільно відзначити, що на сьогоднішній день першочерговим завданням у політиці Національного банку України поряд із ціновою і фінансовою стабільністю повинно стояти саме досягнення сталих темпів економічного розвитку, без чого досягнення зростання чи стабільності будь-якої сфери не є можливим. А це вимагає від НБУ безпосередньої активної участі не лише у регулюванні грошового ринку та банківської системи, а й у забезпеченні необхідними кредитними ресурсами реального сектору економіки.

## Література:

1. Грошово-кредитне регулювання у механізмі забезпечення макроекономічної стабілізації і ефективності функціонування банківської системи України [Текст]: монографія / За ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – 530 с.
2. Сороківська, З. К. Перспективи вибору оптимального монетарного режиму як необхідна умова подолання кризових явищ в економіці [Текст] / Зоряна Казимирівна Сороківська, Марія Михайлівна Вільшанська // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. – Том 24. – № 2. – С. 31-37. – ISSN 1993-0259.
3. Галушко Ю. П. Інструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Галушко Юлія Петрівна ; Держ. ВНЗ "Ун-т банк. справи". - Київ, 2016. - 20 с.
4. Стратегія розвитку банківської системи 2016-2020: «Синергія розвитку банків та індустріалізації економіки» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://kneu.edu.ua/userfiles/Credit\\_Economics\\_Department/afedra+bankspravi/proekt\\_strategi.pdf](http://kneu.edu.ua/userfiles/Credit_Economics_Department/afedra+bankspravi/proekt_strategi.pdf)
5. Лепушинський, В. Стратегічний документ з монетарної політики в умовах запровадження в Україні інфляційного таргетування / В.Лепушинський // Вісник НБУ. - №233. – Вересень, 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=22209423>
8. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
7. Аналіз ефективності монетарної політики Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/08/FEAO\\_Analysis-of-the-NBU-Monetary-Pollicy-Effectiveness\\_A5\\_03.pdf](https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/08/FEAO_Analysis-of-the-NBU-Monetary-Pollicy-Effectiveness_A5_03.pdf)
8. Напрями трансформації монетарного режиму в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://old.niss.gov.ua/Monitor/Monitor13/01.htm>.
9. Бурова, Т. Ф. Внесистемные инструменты рефинансирования для поддержки и снижения стоимости банковского кредита /Т. Ф. Бурова, В. Ю. Черкасов// Деньги и кредит. – 2016. – № 04. – С. 51-62.