

УДК 336, 336.7, 336.71336.74

С. А. БУКОВИНСЬКИЙ,
*кандидат економічних наук,
заслужений економіст України,
Голова Ради НБУ,*
Т. Є. УНКОВСЬКА,
*доктор економічних наук,
головний консультант Апарату Ради НБУ,*
М. О. ДЖУС,
*головний консультант Апарату Ради НБУ
(Київ)*

ДО ПИТАННЯ РОЗРОБКИ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Подано детальний аналіз помилок реалізації монетарної політики Національного банку України, що посилили загострення стагфляційної кризи (коли зростання інфляції відбувається на фоні падіння ВВП), в яку українська економіка увійшла у 2014 р. Значна частина цих помилок не подолана і сьогодні. Запропоновано конкретні стратегічні і тактичні заходи з реформування операційної системи монетарної політики для виправлення цих помилок і створення монетарних передумов валютної стабільності, зниження інфляції і підтримки економічного зростання.

Ключові слова: стагфляційна криза, стратегія монетарної політики, валютне регулювання, девальваційно-інфляційна спіраль, політика рефінансування, депозитні сертифікати НБУ, процентна політика, міжбанківський ринок.

S. A. BUKOVYNS'KYI,
*Cand. of Econ. Sci.,
Honored Economist of Ukraine,
Head of the Council of the National Bank of Ukraine,*
T. E. UNKOV'S'KA,
*Doctor of Econ. Sci.,
Chief Adviser of the Council of the National Bank of Ukraine,*
M. O. DZHUS,
*Chief Adviser of the Council of the National Bank of Ukraine
(Kyiv)*

ON THE ISSUE OF DEVELOPMENT OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE MONETARY POLICY STRATEGY

The paper presents the comprehensive analysis of mistakes of the National Bank of Ukraine monetary policy implementation. These mistakes aggravated the severity of the stagflationary crisis (that is the rising inflation amid falling GDP) that began in 2014. Considerable part of these mistakes have not been overcome till now. The authors propose the concrete strategic

Буковинський Станіслав Альбінович (Bukovyns'kyi Stanislav Al'binovych) – e-mail: irinag@bank.gov.ua;
Унковська Тетяна Євгенівна (Unkovs'ka Tetyana Evgeniivna) – e-mail: unkovskaya@bank.gov.ua;
unkovskaya@ukr.net.

Джус Михайло Олегович (Dzhus Mykhailo Olegovych) – e-mail: dzhus@bank.gov.ua.

and tactic measures to reform the operational system of the monetary policy to create the monetary preconditions for exchange rate stability, inflation decrease, and stimulating of economic growth.

Keywords: crisis of stagflation, monetary policy strategy, exchange rate regulation, devaluation-inflation spiral, refinancing operations, deposit certificates of the NBU, interest rate policy, and interbank market.

*Якщо дії влади викликали монстра стагфляції,
тобто зростаючу інфляцію у симбіозі з економічним падінням,
то знадобиться надзвичайна макроекономічна віртуозність:
необхідно одночасно пожвавлювати економіку і збивати інфляцію.
З економічних дискусій 70-х років ХХ ст. у США.*

У 2014 р. українська економіка увійшла у стан стагфляційної * кризи, яка до квітня 2015 р. набула небезпечного загострення: галопуюча інфляція ** сягнула майже 61% у річному вимірі, а падіння ВВП – 17,6%. **Зважаючи на безпрецедентну галопуючу інфляцію з часу запровадження гривні та ризики демонетизації економіки, подолання стагфляційної кризи, тобто зниження інфляції, забезпечення економічного зростання і підвищення зайнятості є завданнями рівня національної безпеки.**

За класичними уявленнями (відповідно до залежності Філіпса), економіка може зіткнутись або з проблемою інфляції, яка певною мірою стимулює економічне зростання і зайнятість, або з проблемою падіння виробництва і зайнятості, яке супроводжується охолодженням динаміки цін. І в першому, і в другому випадку класичні рецепти виходу з кризи базуються на регулюванні платоспроможного попиту за допомогою процентних ставок: їх підвищення зменшує попит, отже – інфляцію, а їх зниження стимулює збільшення попиту та цін, що поживляє економічне виробництво.

Проте природа інфляційних процесів в Україні не є класичною. Вітчизняна економіка внаслідок своєї корупційної монополізованої структури і процесів різкої девальвації гривні потрапила у пастку парадоксального стагфляційного стану, в якому поєдналися найгірші варіанти макроекономічної динаміки – галопуюча інфляція та економічне падіння. Класичні рецепти антиінфляційного охолодження попиту в цьому випадку не працюють: вони можуть тільки загострити проблеми і довести ситуацію до економічного колапсу. Тому необхідно застосовувати більш складні, витончені та селективні механізми боротьби з інфляцією, які базуються на глибокому розумінні її природи і вбудовані в цілісну систему відродження економіки на здоровій основі стабільності національних грошей.

Рада Національного банку України, конституційними завданнями якої є розробка і контроль виконання “Основних засад грошово-кредитної політики”***, визначила, що **стратегічна мета грошово-кредитної політики у середньостроковій перспективі полягає у зниженні темпів інфляції до 5(±1)% на рік.** Очевидно, що на даному етапі така мета виглядає надскладною і дуже амбітною. Проте, на нашу думку, вона є досяжною за умов розроблення і реалізації вищезгаданої Стратегії монетарної політики Національно-

* *Стагфляція* (від лат. stagno – робити нерухомим та inflatio – роздування) – інфляція, що супроводжується стагнацією або падінням виробництва і високим рівнем безробіття.

** *Галопуюча інфляція* – це інфляція на рівні від 20% до 100%; наближення індексу споживчих цін до верхньої межі свідчить про зростання ризиків гіперінфляції.

*** Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.

го банку України до 2020 р., тобто виконання цілісної системи невідкладних коротко- і середньострокових заходів, об'єднання інтелектуальних та організаційних зусиль Ради і Правління НБУ, ефективних дій Уряду і Президента України.

У складних умовах галопуючої інфляції та нестійкості гнучкого валютного курсу (на фоні високих девальваційних очікувань і низького рівня чистих валютних резервів) першочерговим завданням Національного банку України є подолання недоліків монетарного регулювання і створення "якоря" стабільності для динаміки цін через розвиток операційної системи монетарної політики і концептуального підходу до її реалізації на якісно новому рівні.

Сьогодні фундаментальною проблемою монетарного регулювання є невідповідність характеру здійснюваної монетарної політики її конституційним цілям в умовах проголошеного режиму гнучкого валютного курсу. Операційна структура монетарної політики НБУ формувалася і застосовувалася протягом більш як 20 років в умовах режиму де-факто фіксованого курсу, коли домінуючим каналом емісії коштів був валютний, а інші канали, зокрема канал процентної ставки, мали незначний вплив. Монетарне середовище в основному визначалося тим обсягом ліквідності, який формувалася в результаті впливу автономних факторів — валютних інтервенцій для підтримки фіксованого курсу і динаміки коштів Уряду на казначейському рахунку.

Фіксований валютний курс створював певний "якір" для інфляції, але при цьому блокував можливості активного управління ліквідністю банківської системи через процентну політику. Відмова від фіксованого курсу і різкий перехід до режиму гнучкого курсоутворення мали супроводжуватися системними заходами щодо створення якісно нового "якоря" стабільності через зміну характеру монетарної політики, а саме — через посилення впливу і оптимізацію процентної політики, яка б відповідала новому валютному режиму. Її сутність полягає в активному впливі центрального банку через процентні ставки і операції на відкритому ринку на формування оптимального рівня ліквідності і ставок у банківській системі, які б запобігали різкій девальвації та зростанню інфляції, а також не порушували механізми економічного зростання. Проте в умовах нового валютного режиму дотепер реалізується не адекватне йому монетарне регулювання, яке у поєднанні з поточною валютною політикою створює ендогенні турбулентності на грошово-кредитному ринку. Його вада полягає у великих (навіть безпрецедентних) оборотах за монетарними операціями постійного доступу (standing facilities), які мають надкороткостроковий термін (овернайт) і базуються на ініціативі банків, відібраних за певними критеріями. Протягом 2014 р. — на початку 2015 р., в умовах гнучкого курсу, низьких процентних ставок за рефінансуванням овернайт і високих ставок за депозитними сертифікатами НБУ, це призводило, з одного боку, до зростання спекулятивних валютних операцій і розкручування девальваційно-інфляційної спіралі, а з іншого — до самопідсилюваного циклу структурного профіциту ліквідності. Результатом стала **пастка надвеликих оборотів операцій постійного доступу**, яка призвела до системної неефективності впливу процентних ставок на інфляцію і процеси кредитування банками економіки:

— коли ставки були низькими, це спричиняло надмірне рефінансування овернайт, що спровокувало девальваційний тиск і призвело до формування девальваційно-інфляційної спіралі (при цьому через надкороткий термін ці операції не вирішували завдання компенсації відпливу депозитів) (рис. 1);

— коли ставки стали високими, це призупинило непродуктивне рефінансування, але водночас спровокувало розкручування спіралі профіциту ліквідності (рис. 2), підвищило вартість її стерилізації та збільшило непродуктивну емісію за каналом виплати процентних доходів за депозитними сертифікатами НБУ. Одночасно було за-

блоковано мотивацію банків до кредитування і загострено проблему фрагментації міжбанківського ринку.

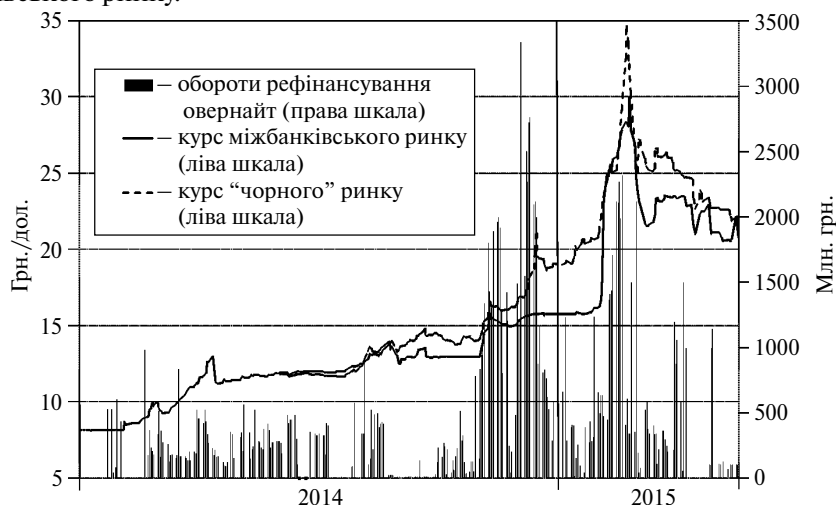


Рис. 1. Обмінний курс та обсяги рефінансування овернайт (обороти) за період 2014 р. – травень 2015 р.

Побудовано авторами за офіційними даними НБУ та інформацією про валютний курс “чорного” ринку з інтернет-ресурсу Finance. UA. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://charts.finance.ua/ua/currency/order/-/1/usd>.



Рис. 2. Місячні обсяги мобілізаційних операцій (обороти) у 2008–2015 рр.

Тут і далі дані за 2015 р. подано по квітень включно.

Побудовано авторами за офіційними даними НБУ.

Таким чином, необхідним є стратегічний перехід від домінування монетарних операцій постійного доступу до операційної структури монетарної політики, адекватної потребам подолання кризи, забезпечення стійкої динаміки гнучкого валютного курсу, зниження інфляції та одночасного стимулювання економічного зростання. Реалізація цього переходу і становить суть пропозицій до розробки Стратегії монетарної політики НБУ до 2020 р. Запропонований нами стратегічний підхід базується на:

– результатах дослідження особливостей стагфляційної кризи в Україні, точної специфіки інфляційних процесів і монетарного регулювання, а також ретроспективного аналізу, починаючи з 1996 р. (року запровадження гривні);

– об'єктивній діагностиці проблем реалізації монетарної політики, їх систематизації, виявленні неочевидних зв'язків і визначенні "больових точок", які потребують ужиття невідкладних заходів;

– результатах дослідження світового досвіду, зокрема, країн, які перебували у подібних умовах стагфляційної кризи і успішно вирішили завдання виходу з неї;

– врахуванні особливостей проблемної інституційної структури економіки і соціально-політичного стану України, а також дефіциту часу, що обумовлює терміновість ефективних дій.

Основні особливості стагфляційної кризи і специфічні риси інфляційних процесів в Україні

Монетарне регулювання, спрямоване на подолання галопуючої інфляції, повинне базуватися на глибокому розумінні специфіки цінової динаміки і стагфляційної кризи в Україні. Протягом 2009–2013 рр. цінова кон'юнктура мала яскраво виражений дезінфляційний характер (темпи інфляції уповільнювалися), а у 2012–2013 рр. мало місце зниження цін (дефляція). Одним з ключових чинників такої динаміки стало підтримання стабільного курсу гривні (після його зниження у період кризи 2008–2009 рр. з 5,05 до 7,99 грн./дол., або на 58%, вплив якого на інфляційні процеси був досить обмеженим).

З боку попиту істотний антиінфляційний вплив у цей період справляла переорієнтація коштів із споживчого ринку на депозити (обсяг гривневих вкладень фізичних осіб, після певного скорочення у 2009 р., за підсумками 2010–2013 рр. збільшився на 155 млрд. грн., або у 2,6 раза) і на купівлю іноземної валюти (сальдо купівлі-продажу валюти на готівковому ринку за 2009–2013 рр. склало в еквіваленті майже 45 млрд. дол.).

З боку пропозиції уповільнення темпів інфляції було зумовлене, насамперед, насиченням продовольчого ринку в результаті зростання сільськогосподарського виробництва (зокрема, у 2011 р. обсяги виробництва продукції рослинництва перевищили рівень 1990 р.) на фоні загального зниження світових цін на продовольство. На непродовольчому сегменті ринку відносна стабільність цін була забезпечена сприятливими умовами для імпорту внаслідок підтримання завищеного обмінного курсу гривні.

У 2012–2013 рр. економіка увійшла у фазу рецесії, дія зазначених антиінфляційних факторів підсилилася падінням ділової активності, й інфляційна динаміка сягнула свого "дна": з травня 2012 р. по жовтень 2013 р. річні плинні темпи інфляції коливалися в межах від –1,2% до 0% (рис. 3).

Проте у 2014 р. відбувся різкий злам інфляційної динаміки на всіх сегментах ринку (протягом року споживчі ціни зросли на 24,9%). Інфляційний сплеск виник внаслідок значної девальвації гривні (офіційний обмінний курс до долара протягом року знизився з 7,99 до 15,77, девальвація становила 97,3%), а також адміністративного підвищення тарифів на енергоносії.

Анексія Криму та військові дії на Сході країни загострили соціально-політичну ситуацію в Україні. На цьому фоні помилкові дії з монетарного і валютного регулювання, які детально проаналізовано нижче, призвели до надмірно глибокої девальвації гривні, зростання темпів інфляції, погіршення очікувань і, як наслідок, до відпливу коштів з депозитів (вкладення фізичних осіб у гривні скоротилися на 57,5 млрд., в іноземній валюті – на 9,3 млрд. дол.), що також прискорило зростання цін. Воно відбувалося всупереч дії антиінфляційних факторів як з боку пропозиції (високий врожай 2013–2014 рр.), так і попиту (скорочення реальних доходів населення).

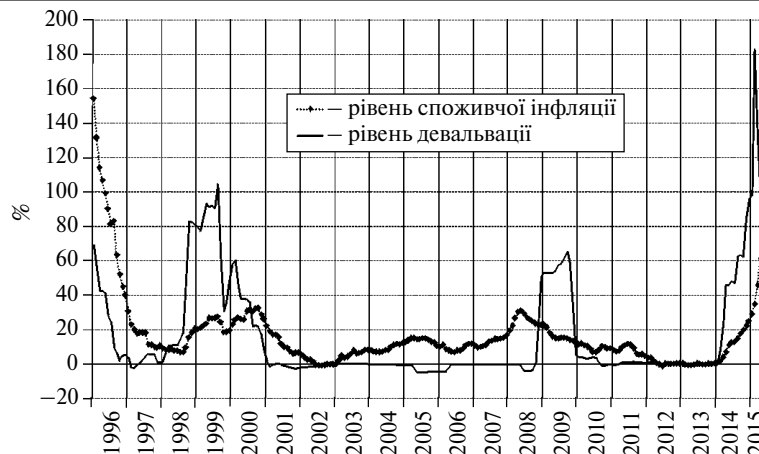


Рис. 3. Річні плинні темпи девальвації та споживчої інфляції у 1996–2015 рр.

Побудовано авторами за офіційними даними НБУ і Держстату України.

На початку 2015 р. дія зазначених тенденцій призвела до розкручування девальваційно-інфляційної спіралі: сплеск девальвації гривні у лютому (обмінний курс сягнув 30,01 грн./дол., знизившись з початку 2014 р. на 275,5%) спровокував розвиток галопуючої інфляції, що значно посилює ризики втрати контролю за ціновою динамікою. Під впливом девальвації, а також через чергове адміністративне підвищення тарифів на енергоносії рівень споживчих цін протягом січня – квітня 2015 р. зріс на 37,1%, річні плинні темпи інфляції з початку року прискорилися з 24,9% до 60,9%, що є найвищим значенням з жовтня 1996 р. (див. рис. 3). Місячний приріст індексу споживчих цін у березні, вперше з моменту запровадження в обіг гривні, набув двозначного виміру (10,8%), а у квітні сягнув 14% (рис. 4).

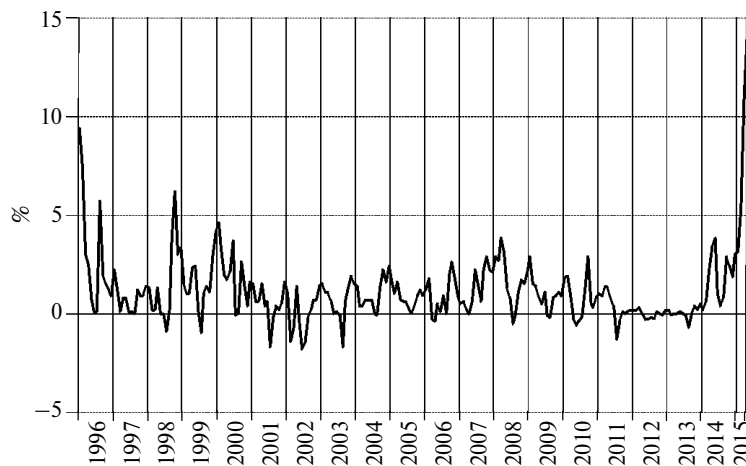


Рис. 4. Місячні темпи інфляції у 1996–2015 рр.

Побудовано авторами за офіційними даними Держстату України.

З точки зору складових споживчого кошика визначальний вплив на загальний рівень інфляції у січні – квітні 2015 р. мало подорожчання продуктів харчування на 32,9% і житлово-комунальних послуг у цілому на 116,5% (рис. 5). Істотний тиск на формування цінової кон'юнктури споживчого ринку справляло подорожчання пального на 20,1% і транспортних послуг на 20%.

Річні плинні темпи базової інфляції за 2014 р. зросли з 0,1% до 22,8%, а протягом січня – квітня 2015 р. – до 47,1% (рис. 6), що відображає визначальний вплив на ціни саме курсового чинника. Підвищення цін виробників також було спричинене, в ос-

новному, девальвацією гривні. Їх річні плинні темпи приросту у 2014 р. прискорилися з 1,7% до 31,8%, а за підсумками січня – квітня 2015 р. – до 48,6% (рис. 6).

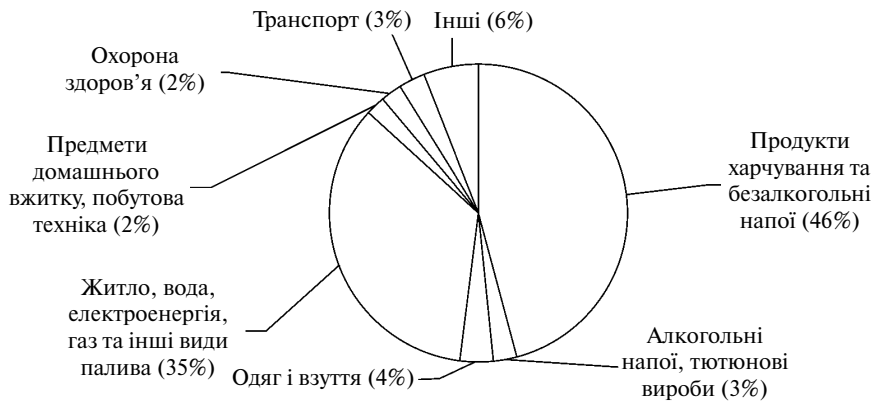


Рис. 5. Внесок основних груп товарів та послуг у загальний рівень інфляції в січні – квітні 2015 р.

(% до загального підсумку)

Розраховано авторами за даними Держстату України.

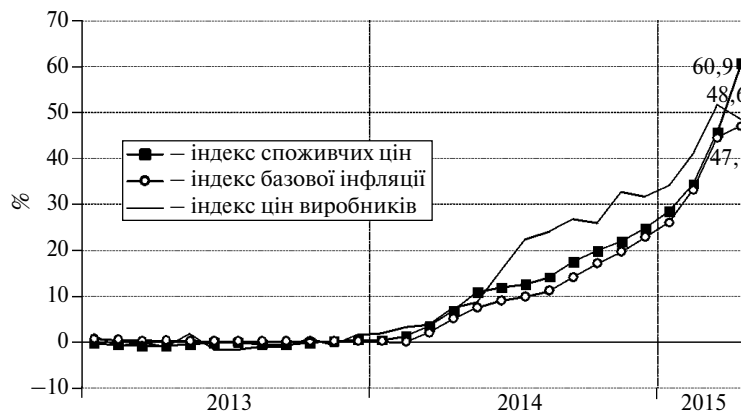


Рис. 6. Зміни цінних індексів протягом 2013–2015 рр.

(до відповідного місяця попереднього року)

Побудовано авторами за даними Держстату України.

Починаючи з лютого 2015 р. Національним банком України було вжито ряд заходів щодо валютної стабілізації через посилення жорсткості монетарного регулювання: двічі підвищувалась облікова ставка (з 6 лютого 2015 р. – до 19,5%, з 4 березня – до 30%), одночасно збільшувалися ставки за активними та пасивними операціями. Завдяки цьому, а також істотному зниженню оборотів рефінансування з одночасною активізацією мобілізаційних операцій відбулося скорочення обсягів гривневих ресурсів, які потрапляли на валютний ринок і справляли девальваційний тиск на обмінний курс. У результаті таких дій та запровадження адміністративних обмежень щодо валютних операцій імпортерів у березні вдалося суттєво зміцнити обмінний курс гривні. Проте інфляційні процеси розвивалися за сценарієм прискорення внаслідок продовження дії фактора девальвації гривні, що вже відбулася.

Дослідження виявили важливі специфічні риси інфляції в Україні порівняно з її класичними моделями в ринкових економіках, які повинні враховуватися при розробці та реалізації Стратегії монетарної політики. Ці специфічні риси полягають у такому.

1. Одним з основних факторів інфляції є глибока і тривала девальвація національної валюти, яка призвела до розкручування девальваційно-інфляційної спіралі [1]. Результати аналізу свідчать про те, що поточна цінова динаміка не є інфляцією попиту, а являє собою інфляцію витрат.

2. Прискорення інфляції у 2014 р. – квітні 2015 р. відбувалося на фоні низхідного тренду грошових агрегатів (рис. 7). Зокрема, монетарна база за підсумками січня – квітня 2015 р. зменшилася на 0,9%, а річні плинні темпи її приросту у квітні вперше потрапили в область від’ємних значень (–2,5%). Середньомісячні залишки на кореспондентських рахунках банків у квітні порівняно з січнем скоротилися на 23% (до 25,1 млрд. грн.).



Рис. 7. Динаміка річних плинних темпів споживчої інфляції та грошових агрегатів у 2007–2015 рр.

(% до відповідного місяця переднього року)

Побудовано авторами за офіційними даними НБУ та Держстату України.

3. Розгортання інтенсивних інфляційних процесів відбувалося на фоні падіння виробництва і зайнятості, тобто у 2014 р. економіка увійшла у стагфляційну кризу. Втрати виробничих потужностей, несприятлива зовнішня кон’юнктура, звуження внутрішнього попиту та грошовий голод у реальному секторі економіки призвели у 2014 р. до скорочення реального ВВП на 6,8%, а у I кварталі 2015 р. падіння ВВП прискорилося до 17,6%. Падіння обсягів промислового виробництва у січні – квітні 2015 р. становило 21,5%.

4. У 2014 р. – квітні 2015 р. різко скоротився внутрішній платоспроможний споживчий попит, що стає загрозливим для економіки через подальше стискання внутрішнього ринку і зменшення обсягів виробництва. На початку 2015 р. посилювалася минулорічна тенденція до скорочення кінцевих споживчих витрат домогосподарств: оборот роздрібною торгівлі за січень – квітень 2015 р. відносно аналогічного періоду 2014 р. зменшився на 25,3%. За перші чотири місяці 2015 р. щодо відповідного періоду попереднього року реальна заробітна плата в середньому по економіці зменшилася на 22,5%.

5. Стагфляційна криза внаслідок девальвації, інфляції та зростання безробіття найвідчутніше вдарила по найбіднішій частині населення. **За даними ООН, більшість населення України живе за межею бідності, що зумовлює загострення системних соціально-політичних ризиків.** За стандартами ООН, межа бідності дорівнює 150 дол. на місяць, отже, мінімальна зарплата в Україні має становити 3750 грн., проте на сьогоднішній прожитковий мінімум зафіксовано на рівні 1176 грн., тобто менш як 60 дол. на місяць. Це загострює фундаментальну проблему української економіки, яка є

системним каталізатором стагфляційних криз, а саме — надвисокого ступеня нерівномірності розподілу доходів: невеликий прошарок населення концентрує у своїй власності значну частку ВВП, яка, внаслідок девальвації та зростання гривневого еквіваленту експортних доходів, стала ще вищою. Середній клас є нечисленним, частка малого і середнього бізнесу у ВВП не перевищує 15%. Така структура доходів формує системні макроекономічні ризики, пов'язані зі стисканням внутрішнього ринку і неповноцінним використанням ринкового потенціалу країни з населенням 42,9 млн. осіб.

Таким чином, можна зробити висновок, що ціновий сплеск 2014 р. — квітня 2015 р. не є інфляцією попиту, а має характер зростання інфляції витрат і не може бути подоланий класичними методами охолодження попиту. Навпаки, погіршення платоспроможності населення через значну девальвацію, інфляцію, втрату частини депозитів, зростання витрат за валютними кредитами і комунальними розрахунками знизило агрегований попит і зумовило стискання внутрішнього ринку. Низький попит стримує прояв позитивного ефекту девальвації для розвитку внутрішнього ринку і насичення його товарами за рахунок імпортозаміщення. Таким чином, ключовою особливістю, яка повинна визначати стратегію монетарної політики, є те, що економіка перебуває у стані кризи стагфляції, тобто інфляційні процеси поєднуються з істотним зниженням ВВП і зайнятості. Це потребує, з одного боку, вжиття заходів щодо зниження інфляції, а з іншого — структурного стимулювання економічного зростання.

Фундаментальні принципи, структурні обмеження та етапи реалізації стратегії монетарної політики

Запропонована Стратегія монетарної політики базується на якісній зміні операційної системи монетарної політики, реалізація якої повинна передбачати чітке дотримання таких принципів.

Принцип системності у використанні інструментів і заходів монетарного регулювання. Економіка є складною нелінійною системою [2; 3; 4], в якій помилкове використання окремих важелів монетарного регулювання може призвести до неочікуваних ефектів самопідсилювання інфляційних процесів, зокрема, до розкручування девальваційно-інфляційної спіралі [1], циклів гіперінфляції та подальшого розгортання кризи. *Рівень розвитку системи монетарного регулювання повинен бути адекватним рівню складності економіки і умовам режиму гнучкого валютного курсу.* Тому монетарна політика має бути взаємоузгодженою цілісною системою операцій, заходів та інструментів, яка через п'ять каналів трансмісійного механізму (процентний, валютний, кредитний, канал цін на активи та канал очікувань) впливатиме у необхідному напрямі на економіку для досягнення цільового синергетичного ефекту — валютної та цінової стабільності та одночасного стимулювання сталого економічного зростання.

Принцип правильної та чіткої послідовності дій. Правильна послідовність реалізації монетарних заходів є такою ж важливою, як і їх зміст. Помилки у послідовності застосування навіть раціональних заходів валютної та монетарної політики можуть нівелювати їх позитивний ефект і призвести до результатів, протилежних очікуваним. Тому монетарні заходи слід вживати за чітким системним планом, з дотриманням необхідної черговості й відповідним його роз'ясненням суспільству для формування оптимальних очікувань і довіри як основи соціальної стабільності.

Принцип системного збалансування грошово-кредитних ринків і запобігання домінуванню монопольних бізнес-інтересів. Рівновага будь-якого ринку, в тому числі валютного і кредитного, — це динамічний стан збалансованості різномірних процесів з боку формування попиту та пропозиції. Ключовим фактором досягнення

стійкої динамічної рівноваги на офіційних ринках і самоорганізованого, спонтанного зникнення тіньових ринків є мінімізація корупційного та надмірного адміністративного втручання державних органів в економіку. Стратегічні завдання державних органів, зокрема, монетарної влади, полягають у: недопущенні корумпованого домінування монопольних або групових бізнес-інтересів, яке спотворює ринкові механізми і формує штучні бар'єри для конкуренції; забезпеченні прозорого доступу суб'єктів фінансових операцій на грошово-кредитні ринки.

Структурні обмеження стратегії. Економічними обмеженнями, які слід враховувати, є падіння виробництва, структурні деформації ринкових механізмів у грошово-кредитній системі та ряді ключових галузей реального сектору. Внаслідок цього класичні антиінфляційні методи, побудовані на принципах охолодження попиту, можуть призвести до загострення кризи. Тому стратегію монетарної політики слід будувати на *методології поєднання дезінфляції із структурним стимулюванням економічного зростання*, що довела свою успішність у східноєвропейських країнах (Польщі, Угорщині та ін.), які за подібних умов подолали стагфляційну кризу.

При розробці та реалізації монетарної політики необхідно враховувати соціальні обмеження щодо неприпустимості подальшого зниження рівня життя більшості населення. Ці обмеження зумовлюються зростанням системних ризиків соціально-політичного напруження, пов'язаного з надмірною нерівномірністю розподілу доходу в суспільстві та різким падінням рівня життя більшості населення після глибокої девальвації та посилення інфляції.

Стратегію монетарної політики слід здійснювати у **два послідовних етапи**:

– *перший (2015–2018 рр.)* – забезпечення дезінфляційних процесів (disinflation processes), тобто злам висхідної тенденції та зниження рівня інфляції у поєднанні із структурним стимулюванням економічного зростання;

– *другий (2018–2020 рр.)* – стабілізація інфляції на усталено низькому рівні й перехід до режиму гнучкого інфляційного таргетування (FIT – Flexible Inflation Targeting), що є основою сталого економічного зростання.

Визначення стратегічних дій і невідкладних заходів тактичного характеру має базуватися на розумінні існуючих проблем у реалізації монетарної політики, а також системних перешкод для ефективного функціонування механізму монетарної трансмісії.

Існуючі проблеми використання інструментів та операцій монетарної політики

Стратегія монетарної політики має базуватися на глибокому розумінні двох ключових питань: 1) наскільки ефективним є набір інструментів та операцій монетарної політики НБУ для зниження інфляції, забезпечення валютної стабільності в умовах гнучкого валютного курсу і створення монетарних передумов економічного зростання; 2) які перешкоди у функціонуванні трансмісійного механізму монетарної політики заважають її оптимальному впливу на економіку.

Перехід до режиму гнучкого валютного курсу повинен стати переходом до якісно нової системи монетарного регулювання, в якій замість традиційного “якоря” інфляції – фіксованого обмінного курсу слід сформувати новий механізм забезпечення валютної та цінової стабільності за допомогою розвинутої операційної системи оптимального управління ліквідністю банківського сектору. Це необхідно зробити через реформування використання операційної системи монетарної політики: процентної політики НБУ; операцій на відкритому ринку; інших механізмів рефінансування і мобілізації ліквідності; політики обов'язкового резервування. Як уже зазначалося, фундаментальною поточною проблемою є невідповідність характеру здійснюваної монетарної політики проголошеному режиму гнучкого валютного курсу,

цілям зниження інфляції та потребам економічного зростання. Далі наведено аналіз недоліків у реалізації монетарної політики за окремими інструментами.

Проблеми реалізації процентної політики

До початку 2014 р. роль процентної політики залишалася порівняно незначною, що зумовлювалося домінуванням валютного каналу емісії гривні у формуванні кон'юнктури грошового ринку. Динаміка ставок міжбанківського ринку характеризувалася надмірною волатильністю і залежала від рівня ліквідності банківської системи, який формувався переважно під впливом валютних інтервенцій та монетизації випуску державних облігацій. Ставки за кредитами в економіку, попри тривале зниження темпів інфляції та вартості ресурсів Національного банку України, залишалися високими (рис. 8) з огляду на збереження значного кредитного ризику, девальваційні очікування та боргову експансію Уряду після кризи 2008–2009 рр.



Рис. 8. Динаміка процентних ставок у 2008–2015 рр.

Тут і далі побудовано авторами за офіційними даними НБУ.

У 2014 р., з переходом до режиму гнучкого валютного курсу, вплив процентної політики на стан грошового ринку мав посилитися. Проте, через дію ряду об'єктивних чинників та недостатню виваженість монетарної політики, цього не відбулося – взаємозв'язок між ставками НБУ, ставками міжбанківського ринку і ставками банків за кредитами і депозитами не мав системного характеру, який свідчив би про оптимізацію процентної політики.

Протягом 2014 р. НБУ тричі підвищував облікову ставку: у квітні (з 6,5% до 9,5%), липні (до 12,5%) та листопаді (до 14%). У двох перших випадках одночасно з обліковою ставкою зростали ставки за активними та пасивними операціями, проте у листопаді вони лишалися незмінними, що призвело до посилення девальваційного тиску. Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування підвищилася протягом року з 7,1% до 18%. Зокрема, ставка за кредитами овернайт зросла з 7,5% до 17,5%, ставка за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, – з 6,5% до 19,1%, за операціями репо – з 6,5% до 19,2% (рис. 9). Середньозважена процентна ставка за мобілізаційними операціями з депозитними сертифікатами Національного банку України протягом року збільшилася з 2% до 8,3%, у тому числі за операціями овернайт – з 2% до 7,5%, чого було достатньо для мотивування банків вкладати вільні кошти у депозитні сертифікати.

Протягом 2014 р. (як і неодноразово в минулому) ставки міжбанківського кредитного ринку кілька разів виходили за рамки коридору, який формується ставка-

ми центрального банку за активними і пасивними операціями (рис. 10). Динаміка ставок на міжбанківському ринку визначалася не стільки процентною політикою, скільки змінами валютного курсу (зокрема, на “чорному” ринку).

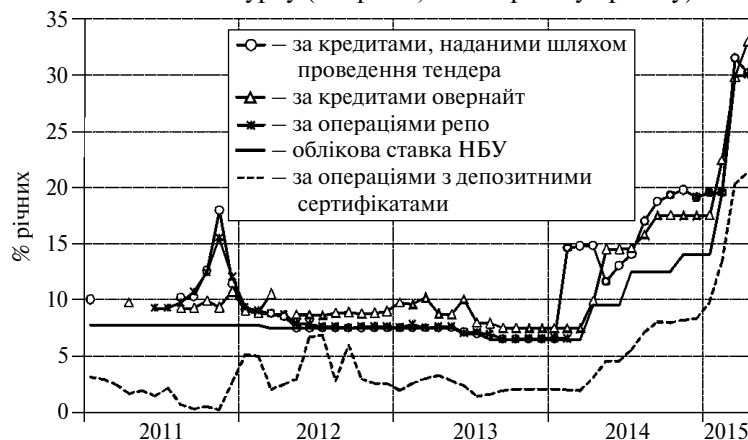


Рис. 9. Динаміка процентних ставок НБУ у 2011–2015 рр.



Рис. 10. Динаміка ставок міжбанківського ринку та НБУ у 2009–2015 рр.

Попри підвищення вартості ресурсів НБУ динаміка ставок за кредитами комерційних банків мала протилежну спрямованість (рис. 11). Ставка за кредитами в гривні після різкого зростання на початку 2014 р. (внаслідок девальвації) досить швидко знизилась і у II півріччі перебувала в діапазоні 16,1–16,7%. Така ситуація була пов’язана з охолодженням кредитної активності, зокрема, через значне погіршення фінансового стану потенціальних позичальників. Незважаючи на проблеми з ліквідністю у багатьох банків, ставки за депозитами у гривні також демонстрували в цілому низхідну динаміку: середньомісячна ставка за гривневими депозитами знизилася з 12,7% до 10% (рис. 11). Заходи, що вживалися для підвищення вартості коштів, були нівельовані втратою населенням довіри до банків, зокрема, через ліквідацію багатьох з них та обмеження щодо зняття коштів з рахунків. Крім того, спрощення доступу банків до ресурсів центрального банку знижувало їх мотивацію до залучення коштів на ринку. Отже, можна дійти висновку, що процентна політика Національного банку України впродовж 2014 р. мала певну раціональну цільову спрямованість, проте була недостатньо послідовною та ефективною.

Протягом січня – квітня 2015 р. в умовах різкого прискорення темпів інфляції та девальвації жорсткість процентної політики значно посилилася. Так, двічі було

підвищено облікову ставку: у лютому — з 14% до 19,5% і у березні — до 30%. Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування з початку року зросла з 18% до 32,2%, ставка за операціями з депозитними сертифікатами — з 8,3% до 21,3%. Зокрема, ставка за депозитними сертифікатами терміном на тиждень сягнула 26%, а на місяць — 27%, що знизило мотивацію банків до кредитування.

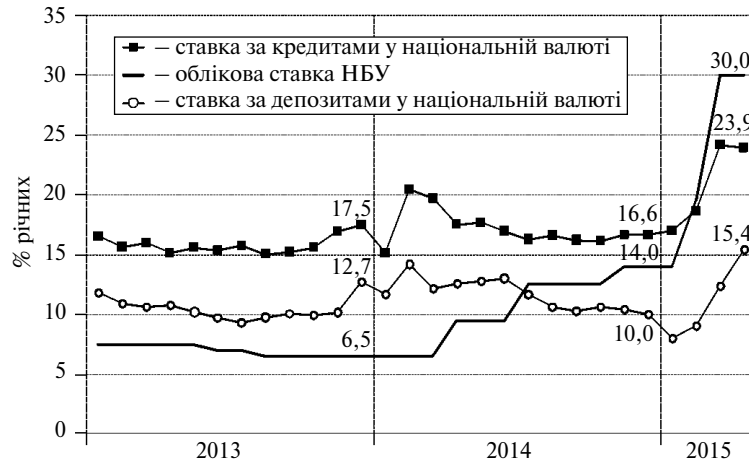


Рис. 11. Динаміка ставок за кредитами та депозитами банків у 2013–2015 рр.

Національному банку України вдалося сформувати коридор для ставок міжбанківського ринку: ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку (на кінець квітня 2015 р. — 24,1%) перебували в діапазоні, верхня межа якого окреслювалася ставкою за кредитами рефінансування овернайт (з початку року зросла з 17,5% до 33%), а нижня — ставкою за депозитними сертифікатами НБУ овернайт (підвищилася з 7,5% до 20%) (рис. 12).



Рис. 12. Динаміка ставок овернайт у 2014–2015 рр.

Проте кількісні параметри цього коридору не були оптимальними: нижня його межа була занадто високою. Високі ставки за депозитними сертифікатами НБУ формували пропозицію банкам високодохідних безризикових короткострокових інструментів, емітованих регулятором, які не виконували конструктивної функції для економіки, а навпаки, блокували мотивацію банків до кредитування, вели до загострення фрагментації міжбанківського ринку і штучного розкручування витратної для держави спіралі профіциту ліквідності банківської системи. На фоні грошового го-

лоду в реальному секторі економіки таке надуття “фінансової бульбашки” між НБУ і певною кількістю банків (близько 30) з щоденними оборотами близько 10–12 млрд. грн. і виплатою процентних доходів за рахунок додаткової емісії, не може вважатися адекватною монетарною, зокрема, процентною політикою.

Ставки за кредитами та депозитами банків тривалий час не реагували на зміну вартості ресурсів Національного банку України і відновили зростання лише у лютому, що зумовлено черговим прискоренням девальваційної та інфляційної динаміки. Середньомісячна ставка за кредитами у національній валюті з початку року зросла з 16,6% до 23,9%, ставка за гривневими депозитами – з 10% до 15,4%.

Таким чином, у процентній політиці на початку 2015 р. хоча й відбулися певні позитивні зрушення, проте залишилися істотні проблеми. Підвищення ставок рефінансування виявилось дещо запізненим і недостатнім. Значні обороти кредитування овернайт у лютому стали додатковим чинником дестабілізації валютного ринку (див. рис. 1). Водночас ставки за депозитними сертифікатами НБУ овернайт провокували розкручування спіралі структурного профіциту ліквідності й зниження мотивації банків до кредитування. Розглянемо детальніше проблеми рефінансування і мобілізації ліквідності в аспекті їх обсягів та динаміки.

Проблеми регулювання обсягів рефінансування і мобілізації ліквідності

Рефінансування банків. На початку 2014 р. Національний банк України значно збільшив обсяги рефінансування, що було зумовлено погіршенням фінансового становища банків через девальвацію та різке скорочення обсягу депозитів (рис. 13). Це було зроблено як за рахунок активнішого використання стандартних процедур, так і шляхом запровадження тимчасових механізмів підтримання ліквідності, а також пом'якшення умов доступу банків до ресурсів.

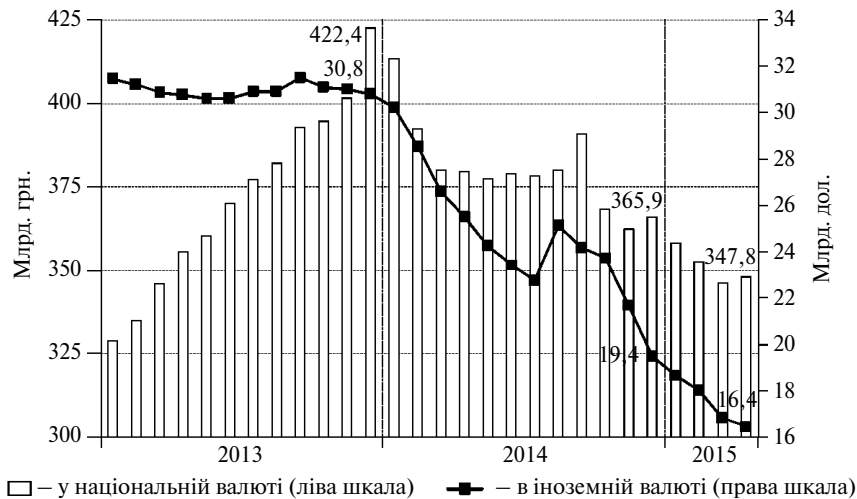


Рис. 13. Залишки за депозитами у 2013–2015 рр.

Обороти рефінансування, за підсумками 2014 р., склали 222,3 млрд. грн., що є найбільшим річним значенням за весь період існування НБУ. Зокрема, шляхом проведення тендерів було надано 55,4 млрд. грн., під програми фінансового оздоровлення (стабілізаційні кредити) – 28,2 млрд. грн., у вигляді кредитів для збереження ліквідності (тимчасовий інструмент) – 23 млрд. грн., через операції прямого репо – 20,4 млрд. грн.

Проте, якщо у першій половині 2014 р. НБУ емітував відносно “довгі” гроші, які могли виконати функцію компенсації впливу депозитів, то наприкінці року

(після парламентських виборів) характер рефінансування змінився на домінування надкороткострокових операцій, які стимулювали спекулятивний попит на валютному ринку — більша частина коштів почала випускатися через канал овернайт. Саме така структура збереглася й на початку 2015 р.

За підсумками січня — квітня 2015 р., обороти рефінансування банків через усі інструменти становили 70,9 млрд. грн., у місячному розрізі (рис. 14) найбільший обсяг коштів був наданий банкам у лютому (30,8 млрд. грн.), що збігається з періодом максимального сплеску девальвації.



Рис. 14. Місячні обсяги рефінансування (обороту) у 2008–2015 рр.

Як зазначалося вище, у структурі рефінансування банків з точки зору окремих інструментів з кінця 2014 р. почали стало превалювати кредити овернайт. Якщо за січень — жовтень їх частка становила 26%, то у листопаді — грудні на фоні значного зростання абсолютних обсягів частка кредитів овернайт зросла майже до 80% (за весь 2014 р. через канал овернайт було емітовано 95,2 млрд. грн., або 43% від загального обсягу рефінансування). За підсумками січня — квітня 2015 р. обороти рефінансування овернайт становили 46,4 млрд. грн., або 65% від загального обсягу (рис. 15), причому половину з цих коштів (23,3 млрд. грн.) було надано в лютому. Цілком імовірно, що високий попит з боку банків на зазначені кредити в умовах динамічних девальваційних процесів мав спекулятивний характер (див. рис. 1). У цьому контексті важливим є той факт, що кредити рефінансування надаються банкам за ставками, значно нижчими від рівня інфляції. З огляду на це, недостатньо виправданим, на нашу думку, є запровадження у лютому 2015 р. регуляторного заходу збільшення максимального обсягу кредиту овернайт під забезпечення державними облігаціями, по який банк може звертатися до Національного банку України (з 70% до 100% від визначеного згідно з встановленими нормативами розміру обов'язкових резервів за попередній період утримання).

Заборгованість банків перед центральним банком за кредитами протягом минулого року зросла на 32,8 млрд. грн. (до 108,9 млрд. грн.), за підсумками січня — квітня 2015 р. — на 7,7 млрд. грн. (до 116,7 млрд. грн.).

Проте погіршення фінансового стану банківської системи збільшує ризик неповернення банками отриманих кредитів. Додатковим аргументом на підтвердження цього є надання значних обсягів кредитів рефінансування банкам, які потім були визнані неплатоспроможними.

Мобілізаційні операції (операції з депозитними сертифікатами Національного банку України). У 2014 р. було значно збільшено обсяг операцій з депозитними серти-

фікатами, а на початку 2015 р. обороти мобілізаційних операцій сягнули безпрецедентних розмірів (див. рис. 2, 16). Зростанню зацікавленості банків у розміщенні коштів у депозитних сертифікатах НБУ сприяло різке підвищення ставок за такими операціями.



Рис. 15. Структура рефінансування банків у 2015 р.

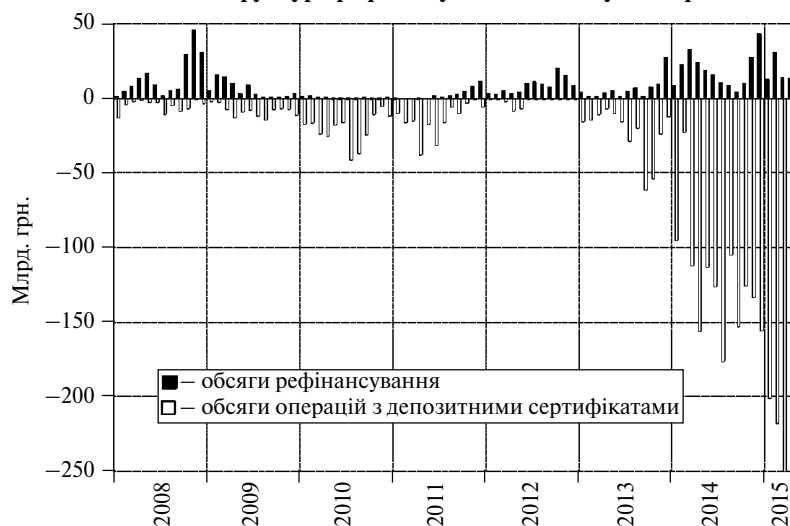


Рис. 16. Місячні обсяги рефінансування та мобілізації коштів (обороту) у 2008–2015 рр.

У 2014 р. обсяг мобілізаційних операцій (1472,7 млрд. грн.) більш як у 5 разів перевищив значення попереднього року (270,4 млрд. грн.) і наблизився до величини номінального ВВП. Більшість операцій було здійснено шляхом розміщення депозитних сертифікатів овернайт (1275,2 млрд. грн., або 87% від загального обсягу), ставка за ними підвищилася з 2% до 7,5%. На початку 2015 р. активність мобілізаційних операцій ще більше зростає. Місячні обороти операцій з депозитними сертифікатами у січні перевищили 200 млрд. грн., до кінця I кварталу збільшились, але у квітні скоротилися до 191,2 млрд. грн. За підсумками січня – квітня 2015 р., загальний обсяг операцій становив 860,2 млрд. грн., з них операції овернайт – 732,7 млрд. грн., ставка за якими з початку року зросла з 7,5% до 20%; ставка за депозитними сертифікатами строком на тиждень сягнула 26%, на місяць – 27%.

Істотне збільшення оборотів мобілізаційних операцій та кількості їх учасників (поряд з іншими чинниками) призвело до скорочення залишків на кореспондентських рахунках банків – середньоденний обсяг у квітні становив 25,1 млрд. грн., тоді як на початок року перевищував 32 млрд. грн. На фоні зниження рівня ліквідності банківського сектору, а також унаслідок зростання ставок центрально-

го банку в умовах прискорення темпів інфляції середньомісячна ставка за кредитами на міжбанківському ринку (після зниження у січні до 17,2%) протягом лютого — квітня зростає до 26,9% (рис. 17). Проте надзвичайно великі обсяги операцій з депозитними сертифікатами не змогли запобігти девальвації гривні та прискоренню темпів інфляції, що дає підстави поставити під сумнів ефективність застосування даного інструменту.

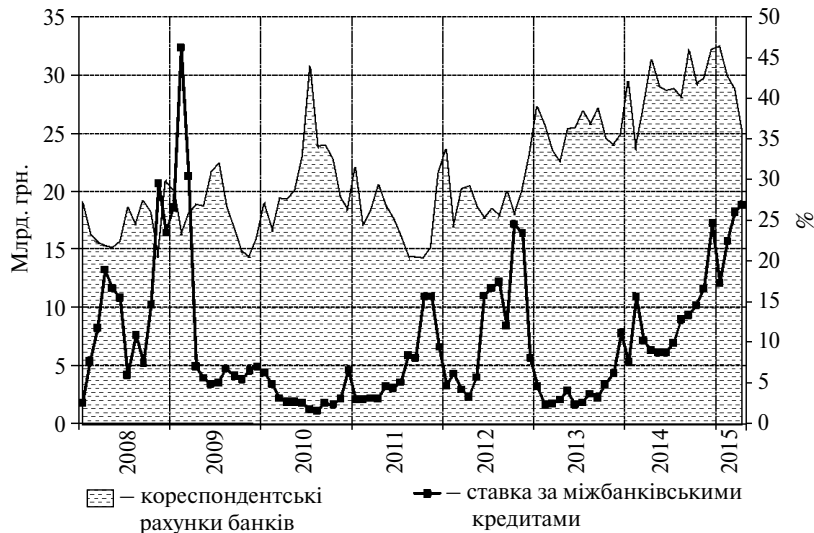


Рис. 17. Залишки на кореспондентських рахунках банків у 2008–2015 рр. (середньомісячне значення)

Поєднання у часі значних обсягів мобілізаційних операцій (на фоні надмірного підвищення процентних ставок за ними) і активного рефінансування (див. рис. 16) було ознакою того, що у банківській системі одночасно існували структурні профіцит та дефіцит ліквідності, а Національний банк України фактично перебирав на себе функції ринку. Такі дії призводять до зниження ефективності роботи міжбанківського ринку як механізму перерозподілу ліквідності та справляють деструктивний вплив на економічну активність через зниження мотивації платоспроможних банків до кредитування клієнтів. Крім того, значні обороти за операціями постійного доступу за депозитними сертифікатами з такими високими ставками призводять до зростання вартості стерилізації структурного профіциту ліквідності та додаткової непродуктивної емісії. Такі проблеми нагромаджуються на фоні того, що більш дієвий потенціал операцій, який у багатьох країнах традиційно застосовується для стерилізації структурного профіциту ліквідності, а саме — операцій на відкритому ринку, використовується недостатньо.

Операції Національного банку України з купівлі ОВДП на "відкритому ринку"

У країнах з розвинутою економікою і режимом гнучкого валютного курсу операції на відкритому ринку є основним монетарним інструментом, за допомогою якого центральні банки досягають дієвості процентної політики і підтримання валютної стабільності через формування оптимального рівня ліквідності банківського сектору. Згідно із світовою практикою, до операцій на відкритому ринку відносяться, зокрема, операції з купівлі-продажу центральним банком державних облігацій. Проте вітчизняна практика реалізації Національним банком України цих операцій з ОВДП має певні особливості. У структурі монетарних інструментів НБУ операції з купівлі-продажу державних цінних паперів відіграють вагомий роль, але характер їх застосування має іншу природу: він спрямований не стільки на вико-

нання функцій монетарної політики, скільки на вирішення завдань, пов'язаних з фінансуванням дефіциту бюджету.

Протягом 2014 р. – квітня 2015 р. Національний банк України активно вкладав кошти у державні облігації, залишок ОВДП у його портфелі за 2014 р. зріс на 171,1 млрд. грн., за підсумками січня – квітня 2015 р. – на 22,2 млрд. грн. (рис. 18).

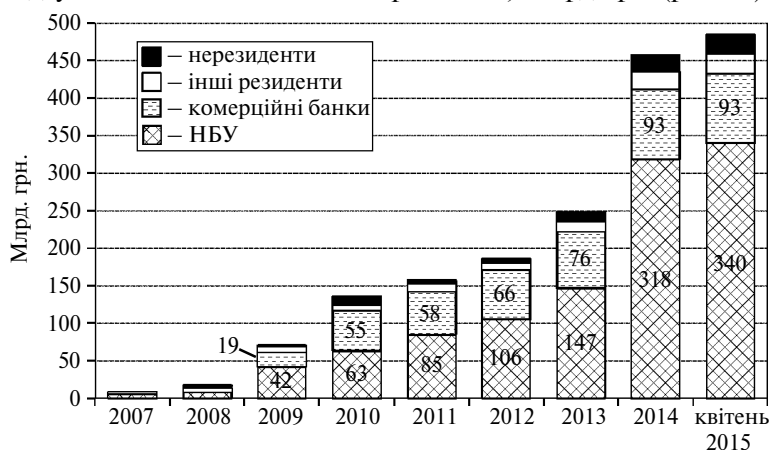


Рис. 18. Розподіл ОВДП в обігу за суб'єктами у 2007–2015 рр.

(на кінець періоду)

Кошти, випущені шляхом купівлі ОВДП, можна було б направити на згладжування дисбалансів ліквідності банків, що виникають, зокрема, внаслідок впливу депозитів (див. рис. 13). Однак для підтримки ліквідності банків центральним банком були застосовані інші інструменти, такі як стабілізаційні кредити та деякі тимчасові механізми рефінансування.

Натомість, операції з купівлі-продажу ОВДП були спрямовані на потреби фінансування державного сектору. Так, за 2014 р. обсяг випуску гривневих ОВДП сягнув 218 млрд. грн., Національний банк України за той самий період придбав облігацій на суму 181,9 млрд. грн. За підсумками січня – квітня 2015 р., обсяг купівлі гривневих ОВДП дорівнював 34,4 млрд. грн., тоді як емісія цих паперів Міністерством фінансів України склала 42,6 млрд. грн. (рис. 19). Таким чином, Національним банком України фактично здійснюється фінансування видатків бюджету, що суттєво обмежує його незалежність та можливості оперативного впливати на параметри грошової пропозиції.

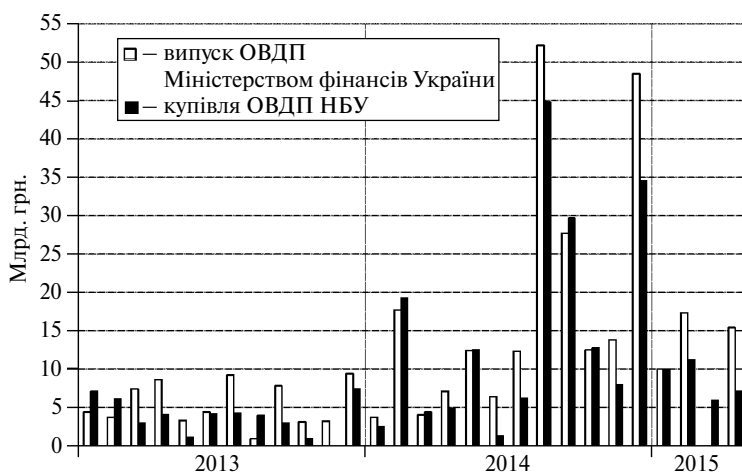


Рис. 19. Випуск ОВДП та їх купівля НБУ у 2013–2015 рр.

Описана практика призвела до того, що у 2014 р. — на початку 2015 р. відбулася кардинальна зміна якійсної природи емісії. Якщо на початок 2008 р. залишок ОВДП у портфелі НБУ дорівнював нулю, то після фінансової кризи 2008–2009 рр. він стабільно зростає. Урешті-решт, у 2014 р. внаслідок монетизації безпрецедентно великих обсягів державних облігацій їх залишок у власності центрального банку наблизився до розміру монетарної бази, а у січні 2015 р. — перевищив його. Таким чином, можна констатувати, що на сьогодні *практично всі емітовані кошти мають боргову природу*. Це несе у собі значні ризики інфляційного характеру в середньостроковій перспективі та зумовлює необхідність активізації операцій на відкритому ринку з урахуванням досвіду розвинутих країн. Робота у цьому напрямі повинна бути підкріплена заходами щодо розвитку фондового ринку. Йдеться, зокрема, про створення ліквідного ринку державних облігацій та обмеження максимального обсягу ОВДП, які можуть знаходитись у портфелі Національного банку України.

Операції прямого репо (у 2014 р. — на 20,4 млрд. грн., у січні — квітні 2015 р. — на 2,3 млрд. грн.), а також розміщення через тендери депозитних сертифікатів строком на тиждень і більше (відповідно, на 198 млрд. грн. і 128 млрд. грн.), які у світовій практиці (на відміну від вітчизняної) класифікуються як операції відкритого ринку, за своїми обсягами значно поступалися операціям постійного доступу.

Проблеми управління обов'язковими резервами банків

З кінця 2008 р. обов'язковому резервуванню підлягали лише залучені кошти в іноземній валюті, тоді як за депозитами у гривні діяла нульова ставка. Водночас у період із серпня 2009 р. по серпень 2014 р. банки були зобов'язані зберігати частину обов'язкових резервів на окремому рахунку в Національному банку України.

У 2014 р. внаслідок значної девальвації гривні виникла ситуація, коли через курсову переоцінку зобов'язань в іноземній валюті нормативний обсяг обов'язкових резервів почав стабільно перевищувати фактичні залишки на кореспондентських рахунках банків. Він збільшився на 12,2 млрд. грн. — до 39,4 млрд. грн., тоді як середньорічне значення залишків на кореспондентських рахунках дорівнювало близько 29 млрд. грн. (рис. 20). Попри це, Національний банк України уникав зміни нормативів обов'язкового резервування, а основні заходи у цій сфері стосувалися пом'якшення умов зберігання та використання обов'язкових резервів. Так, з метою підтримки ліквідності банків (в умовах скорочення депозитів) було зменшено з 60% до 40% мінімальний обсяг обов'язкових резервів, які мають зберігатися на початок кожного операційного дня на кореспондентському рахунку банку, а також з 40% до 0% знижено частку обов'язкових резервів, які мають зберігатися банком на окремому рахунку в Національному банку України. Це спричинило вивільнення значних обсягів коштів (у цілому 10,7 млрд. грн.), які могли бути використані банками для здійснення поточної діяльності. Розрив між фактичними залишками коштів на кореспондентських рахунках і нормативним обсягом обов'язкових резервів покривався, зокрема, шляхом зарахування банками для покриття обов'язкових резервів частини портфеля ОВДП.

Наприкінці 2014 р. з метою спрощення порядку формування і зберігання резервів було змінено нормативи та об'єкти резервування, встановлено періоди визначення і утримання резервів, визначено обсяг (не менш як 40%) обов'язкових резервів, який має щодня зберігатися на кореспондентському рахунку. Особливістю нових правил, зокрема, було і те, що банки дістали можливість зараховувати для покриття обов'язкових резервів певну частину залишків готівки у національній валюті в касі банку. Вимоги щодо обов'язкового резервування було поширено на зобов'язання у національній валюті, тоді як нормативи за коштами в іноземній ва-

люті знизилися. Диференціацію нормативів було збережено тільки щодо строкості зобов'язань: за строковими депозитами – 3%, за коштами на поточних рахунках і депозитами на вимогу – 6,5%. Унаслідок цих змін нормативний обсяг обов'язкових резервів на зламі 2014–2015 рр. скоротився з 39,4 млрд. грн. до 37,5 млрд. грн., однак і надалі продовжував перевищувати фактичні залишки коштів на кореспондентських рахунках банків, які зазнавали постійного стерилізаційного впливу через активне використання операцій з депозитними сертифікатами.



Рис. 20. Кореспондентські рахунки та обов'язкові резерви банків у 2007–2015 рр.

Різке прискорення темпів девальвації у лютому 2015 р. призвело до збільшення у березні розрахункового обсягу обов'язкових резервів до 48 млрд. грн., а подальше зміцнення обмінного курсу, відповідно, забезпечило його зниження у квітні до 43,4 млрд. грн. Зазначені коливання відбувалися на фоні скорочення залишків на кореспондентських рахунках банків з 32,6 млрд. грн. у січні до 25,1 млрд. грн. у квітні. Розрив, що виник унаслідок цього, було компенсовано за рахунок внесення змін до порядку формування обов'язкових резервів, а саме – шляхом збільшення з 50% до 100% частки готівки в касі банку в національній валюті, яка може бути зархована банком для покриття обов'язкових резервів. На кінець квітня 2015 р. обсяг готівки в касах перевищував 20 млрд. грн., що й дозволило банківському сектору виконувати нормативи.

Усе це вже саме по собі суперечить визначенню обов'язкових резервів як монетарного інструменту довгострокової дії. Ефективність застосування політики обов'язкового резервування була недостатньою через нерівномірність розподілу ліквідності в банківській системі, ознаками якої є одночасна присутність її структурних профіциту і дефіциту. Водночас пом'якшення умов резервування (яке стосувалося всіх банків) поглибило такий дисбаланс, поліпшуючи становище платоспроможних банків, що сприяло зростанню профіциту ліквідності.

Для ефективного виправлення зазначених недоліків реалізації монетарної політики необхідним є глибоке розуміння перешкод, що заважають нормальному функціонуванню механізмів монетарної трансмісії, які розглянуті нижче.

Систематизація проблем функціонування трансмісійного механізму монетарної політики

Операції монетарного регулювання впливають на рівень інфляції, економічне зростання і зайнятість через трансмісійний механізм монетарної політики, тобто через систему каналів, за якими дії центрального банку передаються до економіки.

В Україні цю систему формують п'ять основних каналів: кредитний (credit channel), процентний (interest rate channel), валютний (exchange rate channel), канал ціни активів (assets' prices channel) і канал очікувань (channel of expectations) (рис. 21).

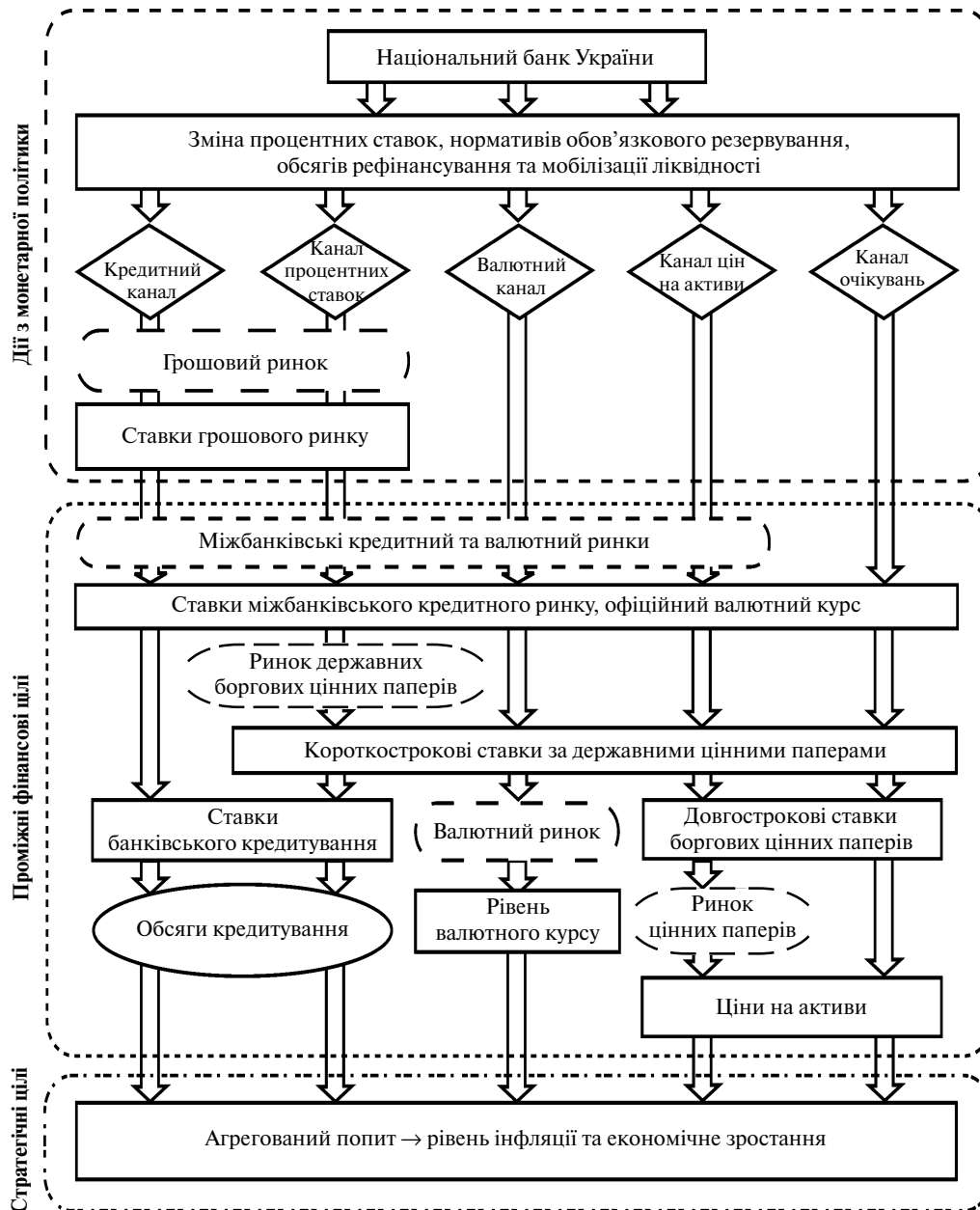


Рис. 21. Схема трансмісійного механізму монетарної політики НБУ

Presentation Kireyev. – IMF, 2014 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1599.pdf>.

Трансмісійний механізм в економіці України має істотні вади, які в поєднанні з певними помилками монетарного регулювання формують значні інфляційні сплески і одночасно перешкоджають процесам кредитування реального сектору, а відтак, економічному зростанню. Головною загальною проблемою цих каналів є неповноцінне функціонування певних сегментів фінансового ринку, зокрема міжбанківського валютного та кредитного, які перебувають у зоні прямої відповідальності НБУ.

Процентний канал в умовах гнучкого валютного курсу повинен бути головним каналом впливу монетарної політики на інфляцію та економічне зростання. Перша ланка процентного каналу – це механізм впливу інструментів монетарної політики на процентні ставки міжбанківського ринку, далі – на всю структуру процентних ставок в економіці, зокрема на ставки за кредитами і депозитами у банківській системі. Друга ланка – вплив банківських ставок на рішення домогосподарств і бізнесу щодо заощаджень, кредитування та інвестицій, а потім – на інфляцію й економічне зростання.

Основними проблемами функціонування процентного каналу є такі.

1. До 2015 р. спостерігався низький рівень кореляції між процентними ставками НБУ і ставками міжбанківського ринку, що відображало слабкість функціонування процентного каналу. З моменту підвищення облікової ставки до 30% і ставок овернайт за активними і пасивними операціями постійного доступу сформувався коридор, у якому коливалися ставки міжбанківського ринку, що є позитивним кроком у напрямі їх керованості. Проте внаслідок неоптимальних меж коридору (зокрема, завищеної ставки за депозитними сертифікатами) на банківському ринку активів штучно створено висококонкурентний інструмент – безризикові та високоприбуткові депозитні сертифікати НБУ. Це викликало ланцюгову реакцію негативних явищ – розкручування спіралі профіциту ліквідності, зростання витрат стерилізації та непродуктивну емісію за каналом процентних виплат, блокування мотивації банків до вкладання коштів в інші активи, у тому числі у кредитування реального сектору. Це перешкоджає ефективній роботі процентного каналу і впливу центрального банку на інфляцію та економічне зростання.

Шляхи розв'язання проблеми пов'язані з комплексними заходами з реформування операційної системи монетарної політики та розширення коридору ставок операцій постійного доступу – підвищення ставок за рефінансуванням овернайт і зниження ставок за депозитними сертифікатами овернайт. Ризик того, що зниження ставок за депозитними сертифікатами призведе до направлення профіциту ліквідності на спекулятивні валютні операції та посилення девальваційного тиску, повинен бути мінімізований за рахунок розвитку монетарних операцій на відкритому ринку.

2. Дію процентного каналу послаблюють значні ризики нестабільності банківської системи, валютного курсу та інфляції. Через домінуючий вплив девальваційних та інфляційних очікувань, низький рівень довіри до банківської системи процентні ставки мають невелику кореляцію з рішеннями суб'єктів ринку щодо розміщення коштів на депозитах.

3. Існуюча облікова ставка не є цільовим орієнтиром для міжбанківських ставок, а слугує тільки умовним сигнальним індикатором, який допускає різні трактування і високий рівень невизначеності щодо величини ставок за іншими операціями НБУ. Тобто відсутня ключова процентна ставка (key policy rate), яка оголошується суспільству і має визначальний вплив на всі фінансові операції. Це створює перешкоди для трансмісії за процентним каналом і знижує роль процентної політики. Центральні банки, які працюють в умовах гнучкого валютного курсу, як ключову ставку монетарної політики обирають або цільове значення певних ставок міжбанківського ринку, або ту ставку, за якою проводять визначені операції.

Кредитний канал трансмісії повинен забезпечувати вплив монетарної політики, зокрема процентних ставок центрального банку, на обсяги банківського кредитування і далі – на процеси інфляції та економічного зростання. Кредитний канал є доповненням до процентного каналу і має розглядатися в комплексі з ним.

Основними проблемами функціонування кредитного каналу є такі.

1. Послаблення дії цього каналу внаслідок неефективної рівноваги на кредитному ринку – низького платоспроможного попиту на кредити та їх низької пропозиції з боку банків. Тому проблеми кредитного каналу повинні розглядатися системно з боку як попиту на кредити, так і їх пропозиції.

2. Зниження платоспроможного попиту на кредитні ресурси внаслідок падіння виробництва, низької ділової активності, несприятливого бізнес-клімату через корупцію і зарегульованість, переобтяження потенціальних позичальників проблемами погашення раніше отриманих кредитів. Основні шляхи вирішення цих проблем лежать у площині як економічної політики Уряду щодо структурних реформ, так і монетарного регулювання Національного банку України щодо забезпечення валютної, цінової та банківської стабільності.

3. Послаблення кредитного каналу через зниження пропозиції кредитних ресурсів з боку банків, у тому числі внаслідок високих ставок за депозитними сертифікатами НБУ, тобто Національний банк України у цьому випадку діє не як ефективний монетарний регулятор, а як "успішний" конкурент на ринку банківських ресурсів і активний учасник створення спіралі профіциту ліквідності, який порушує нормальне функціонування кредитного каналу.

Валютний канал монетарної трансмісії містить дві ланки впливу монетарної політики: вплив інструментів монетарного регулювання на валютний курс і вплив змін валютного курсу на економіку, в тому числі на інфляцію (exchange rate path-through).

Основними проблемами функціонування валютного каналу є такі.

1. Валютний канал унаслідок високого ступеня відкритості економіки України та її імпортозалежності характеризується значним рівнем нелінійності зв'язків, схильності до виникнення девальваційно-інфляційної спіралі, потужності та швидкості передання імпульсів в економіку (path-through effect). Це потребує особливої уваженості НБУ в прийнятті рішень.

2. Перша особливість підсилюється тим, що до 2014 р. традиційним було ставлення влади до валютного курсу як до політичної змінної, яка виконує функцію "якоря" стабільності (цінової, фінансової, соціально-політичної), і тому він жорстко регулювався у фіксованих межах. Зміна валютного курсу без створення альтернативного "якоря" стабільності спричинила вибухову ланцюгову реакцію у фінансових, бюджетних, макроекономічних та соціально-політичних процесах. В умовах гнучкого курсу така особливість валютного каналу вимагає від НБУ невідкладних дій щодо забезпечення альтернативного "якоря" стабільності за рахунок підвищення якості управління ліквідністю банківської системи і розвитку позитивної сигнальної ролі монетарних операцій.

3. Значні валютні, адміністративні та корупційні обмеження блокують приплив валютних коштів у країну, що перешкоджає стабілізації валютного ринку та його виходу "з тіні". У міру розвитку операційної системи монетарної політики згідно із запропонованими напрямами необхідно послаблювати валютні обмеження для покращення бізнес-клімату, підвищення довіри до монетарного регулятора і національної валюти.

Канал очікувань синтезує дію всіх інших каналів і визначає економічну поведінку суб'єктів ринку. Він містить три взаємозв'язані ланки: від дій монетарного регулятора – до очікувань суб'єктів ринку, від очікувань – до прийняття рішень і економічної поведінки, від економічних рішень суб'єктів – до результатів макроекономічного розвитку та інфляції.

Основними проблемами функціонування каналу очікувань є такі.

1. Очікування формують трансмісійний канал потужної сили і швидкості. Він є важелем подвійного впливу: у разі ефективного монетарного регулювання – позитивно впливає на економіку, у разі помилкових заходів – провокує масові дії населення, спрямовані на захист своїх коштів, і величезні макроекономічні когерентні ефекти, зокрема, масове зняття депозитів, підвищення активності на валютному і товарному ринках, що посилює девальваційний та інфляційний тиск.

2. Формування очікувань у суспільстві та їх стабілізація є однією з найслабших рис поточного монетарного регулювання Національного банку України. Подолання цієї проблеми повинно бути комплексним: з одного боку, необхідним є підвищення ефективності регуляторних монетарних дій та їх сигнальної функції, з другого – потрібним є вдосконалення процесу інформування суспільства щодо цих регуляторних дій. Певні позитивні кроки у цьому напрямі вже спостерігаються, але потребують більшої системності та виваженості.

Чітке визначення проблем інструментарію, операцій і трансмісійного механізму монетарного регулювання дозволяє розробити систему стратегічних заходів щодо його оптимізації для зниження та стабілізації інфляції на стало низькому рівні з одночасним створенням монетарних передумов економічного зростання.

**Система стратегічних і тактичних заходів
з оптимізації монетарного регулювання для зниження інфляції
та створення монетарних передумов економічного зростання**

На **першому етапі** для оптимізації управління ліквідністю банківської системи і зниження інфляції слід перейти від домінування операцій постійного доступу, які викликають зазначені вище проблеми, до дискреційної монетарної політики на основі переважно операцій на відкритому ринку. Сутність такого переходу полягає в тому, щоб за тимчасового збереження валютних обмежень досить швидко замінити аккомодативну (яка більше відповідає умовам фіксованого курсу або дефляції) операційну систему монетарної політики дискреційною, яка відповідає режиму гнучкого курсу, цілям зниження інфляції і дозволяє створити альтернативний фіксованому курсу “якір” стабільності в економіці. Після цього слід поступово лібералізувати валютні обмеження для стимулювання припливу валютних коштів у країну і стійкої стабілізації валютного ринку. Для переходу до дискреційної монетарної політики необхідно діяти в такій послідовності (правильна і чітка послідовність є дуже важливою):

1) як основні операції управління ліквідністю банківської системи розвинути використання операцій репо та ін. на відкритому ринку щодо надання і мобілізації ліквідності. Нині функцію абсорбції ліквідності виконують, в основному, операції постійного доступу за депозитними сертифікатами овернайт, що проводяться за ініціативою банків і не дозволяють Національному банку України ефективно мобілізувати структурний профіцит ліквідності та відновити нормальне функціонування міжбанківського ринку. Отже, необхідно кардинально перемістити активність з монетарних операцій постійного доступу на монетарні операції на відкритому ринку. Згідно з успішним досвідом багатьох країн, базовими інструментами для операцій на відкритому ринку можуть бути як державні облігації, так і коротко- і середньострокові (від 6 місяців) депозитні сертифікати центрального банку. Це сприятиме розвитку дискреційної політики і оптимізації регулювання ліквідності банківської системи;

2) оптимізувати інструментальну структуру та обсяги операцій монетарної політики з огляду на умови гнучкого курсу і необхідність зниження інфляції. Для цього слід чітко структурувати операції монетарної політики за якісно різними групами.

Перша група — основні операції з надання і мобілізації ліквідності, тобто операції на відкритому ринку (open market operations), обсяг яких повинен формувати більшу частину всіх операцій Національного банку України з управління ліквідністю банківської системи. Основні операції повинні включати:

- базові операції на відкритому ринку (операції репо та ін.), що проводитимуться на регулярній основі (basic open market operations);
- операції додаткового регулювання ліквідності в разі необхідності, тобто операції тонкого налаштування (fine-tuning operations);
- структурні операції регулювання ліквідності (structural operations).

Друга група — операції постійного доступу (standing facilities), які виконуються за ініціативою банків. До них відносяться операції рефінансування овернайт (marginal lending facility) і операції овернайт з депозитними сертифікатами НБУ (deposit facility). Процентні ставки за ними повинні знаходитися поза межами конкурентної привабливості для ринку: ставки рефінансування овернайт повинні бути вищими за ринкові, ставки за депозитними сертифікатами НБУ овернайт — значно нижчими від ринкових. У даному випадку ці операції матимуть невеликий обсяг і використовуватимуться переважно для визначення коридору ринкових ставок і технічних потреб щоденного виконання банківських нормативів.

Критеріями ефективності операцій першої групи повинні бути їх конкурентна привабливість для банків і формування оптимального обсягу ліквідності в банківській системі, що сприятиме зниженню інфляції без порушення мотивації до кредитування реального сектору.

Ефективність операцій другої групи визначається оптимальністю меж створеного ними коридору процентних ставок і мінімізацією обсягів цих операцій. Ставки за операціями постійного доступу повинні мати характер штрафів за помилки банківського менеджменту, не заважати активності на міжбанківському ринку і проведенню операцій першої групи на відкритому ринку.

Необхідно розробити динамічну модель оптимального рівня ліквідності банківської системи України на базі сучасного підходу моделювання динаміки складних мереж. Модель дозволить у щоденному режимі приймати ефективні рішення щодо проведення операцій на відкритому ринку для оптимізації рівня ліквідності банківського сектору;

3) одночасно з розвитком операцій першої групи необхідно вивести операції постійного доступу з розряду конкурентно привабливих через розширення коридору процентних ставок: знизити ставки за депозитними сертифікатами овернайт і підвищити ставки за рефінансуванням овернайт. Необхідні обсяги ліквідності надаватимуться або мобілізуватимуться через операції репо, а також інші операції на відкритому ринку за ставками у межах оптимального коридору;

4) визначити як операційну (проміжну) ціль монетарної політики **ключову процентну ставку (key policy rate)**, рівень якої буде цільовим для ставок міжбанківського ринку. Ключова ставка, яка періодично оголошуватиметься суспільству, відіграватиме роль проміжного "якоря" для валютної та цінової стабільності. Для формування позитивних очікувань учасників ринку і зниження невизначеності слід розробити графік оголошень рівня ключової ставки та проведення відповідних прес-конференцій з детальними поясненнями. Нині ставка попиту (bid) міжбанківського кредитного ринку фактично тяжіє до значення процентної ставки за депозитними сертифікатами овернайт, яка, з огляду на її високий рівень і специфіку операцій постійного доступу, блокує мотивацію банків до кредитування і створює спіраль профіциту ліквідності. Облікова ставка зможе набути статусу ключової,

тобто цільової ставки для міжбанківського ринку овернайт, у тому випадку, якщо буде вжито заходів щодо оптимізації структури та обсягів монетарних операцій, описаних у попередніх пунктах;

5) офіційно ввести спеціальну назву для середньозваженої ставки овернайт міжбанківського ринку України, наприклад: UONIA або UKRON тощо (аналогічно назвам ставок міжбанківського ринку EONIA, SONIA, LIBOR, STIBOR в інших країнах);

6) супроводжувати розвиток операцій на відкритому ринку виваженою, професійною комунікаційною політикою для роз'яснення змісту переходу до більш розвинутої монетарної політики і дискреційного управління ліквідністю. Це матиме стабілізуючий характер і сприятиме зниженню девальваційних та інфляційних очікувань. Мандат на офіційні оголошення повинен мати один або декілька офіційних представників НБУ. Неофіційні пояснення для суспільства можуть надавати кваліфіковані фахівці – експерти центрального банку в рамках визначеного стратегічного напрямку, погодженого Радою або Правлінням Національного банку України. Дискусії у суспільстві, які неминуче виникатимуть, є необхідним атрибутом демократичного розвитку, оскільки вони виконують функцію зворотного зв'язку з суспільством і не повинні контролюватися центральним банком або іншим органом влади. Вплив на ці дискусії та очікування учасників ринку має здійснюватися шляхом підвищення професійності виконання регулятором своїх функцій і рівня довіри до нього в суспільстві;

7) після активізації роботи міжбанківського ринку і усунення його фрагментації розробити і запровадити заходи щодо обов'язкового резервування з позицій оптимізації параметрів монетарної політики та створення помірного структурного дефіциту ліквідності в банківській системі для забезпечення керованості процентних ставок з боку монетарного регулятора;

8) задіяти інструменти та операції монетарної політики для стимулювання кредитування реального сектору економіки, особливо його високотехнологічного сегменту, малого та середнього бізнесу. З цією метою розробити середньострокові інструменти та схеми рефінансування (funding for lending scheme) прозорих і стабільних українських банківських установ для збільшення їх портфелів кредитів підприємствам реального сектору, зокрема високотехнологічним, а також малому і середньому бізнесу. Розробити чіткі індикатори ефективності та механізми контролю за реалізацією цих схем. Принципом такого структурного рефінансування може бути залежність його розмірів і процентної ставки від обсягу та якості банківського портфеля кредитів для підприємств реального сектору (такий досвід використовується нині Банком Англії);

9) запровадити інструменти та операції монетарної політики, які переорієнтуюватимуть кошти, задіяні в розкручуванні спіралі профіциту ліквідності, на кредитування реального сектору економіки. З цією метою запровадити монетарні інструменти середньострокової дії від 1 року (зокрема, середньострокові депозитні сертифікати НБУ) для мобілізації цих коштів і подальшого їх направлення в реальний сектор через механізми структурного рефінансування;

10) послабити валютні обмеження, зокрема, для експортерів та ініціювати разом з Урядом заходи щодо стимулювання надходження у країну валютної виручки експортерів шляхом автоматичного повернення їм ПДВ.

На другому етапі, за умови успішного виконання заходів першого етапу стратегії та подолання стагфляційної кризи, необхідними є стабілізація інфляції на стало низькому рівні і підтримка стійких темпів економічного зростання. На цьому етапі

стане можливим повноцінний перехід до режиму гнучкого інфляційного таргетування.

Список використаної літератури

1. Унковська Т.Є. Як зупинити девальваційний торнадо // Дзеркало тижня. — 2014. — 12 грудня [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-ostanovit-devalvacionnyu-tornado-.html>.
2. Буковинський С.А., Унковська Т.Є. До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України // Економічна теорія. — 2014. — № 2. — С. 70–85.
3. Унковська Т.Є. Макроекономічне моделювання: сучасні виклики і перспективи розвитку // Економічна теорія. — 2013. — № 1. — С. 43–60.
4. Унковська Т.Є. Як врятувати національну валюту // Дзеркало тижня. — 2015. — 13 березня [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-spasti-nacionalnuyu-valyutu-.html>.

References

1. Unkovs'ka T.E. *Yak zupynyty deval'vatsiyni tornado* [How the devaluation tornado can be stopped]. *Dzerkalo Tyzhnya — Week's Mirror*, December 12, 2014, available at: <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-ostanovit-devalvacionnyu-tornado-.html> [in Ukrainian].
2. Bukovyns'kyi S.A., Unkovs'ka T.E. *Do pytannya optymizatsii strategii monetarnoi polityky Natsional'nogo banku Ukrainy* [To the question of the optimization of a strategy of the monetary policy of the National bank of Ukraine]. *Ekon. Teoriya — Econ. Theory*, 2014, No. 2 [in Ukrainian].
3. Unkovs'ka T.E. *Makroekonomichne modelyuvannya: suchasni vyklyky i perspektivy rozvytku* [Macroeconomic modeling: modern challenges and perspectives of development]. *Ekon. Teoriya — Econ. Theory*, 2013, No 1, pp. 43–60 [in Ukrainian].
4. Unkovs'ka T.E. *Yak vryatuvaty natsional'nu valyutu* [How can the national currency be saved?]. *Dzerkalo Tyzhnya — Week's Mirror*, March 13, 2015, available at: <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-spasti-nacionalnuyu-valyutu-.html> [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 9 червня 2015 р.
