

## ГРОШОВІ АСПЕКТИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ

Враховуючи багатоаспектність і складність цієї теми, потрібно насамперед визначитися з самим поняттям фінансової стабілізації. Адже у вітчизняній літературі однозначного його визначення немає. Одні автори трактують фінансову стабілізацію як макро-економічну стабільність, інші – як збалансованість державного бюджету та інших фінансових фондів держави або як стабільність фінансового чи валютного ринків. А в відомій американській "Енциклопедії банківського дела и финансов" Чарльза Дж. Вулфела це поняття взагалі відсутнє.

Зважаючи на високу актуальність фінансової стабілізації це поняття має право на існування, але науковцям і практикам потрібно чітко визначитися з його змістом. На нашу думку, найбільш адекватно виражає суть фінансової стабілізації визначення її як довготривалої збалансованості попиту і пропозиції на грошовому ринку у кожній його складовій – ринках грошей, капіталу, на фінансовому і валютному ринках.

Індикаторами збалансованості попиту і пропозиції на всіх цих ринках виступають їхні цінові інструменти – процентна ставка, курсова ціна цінних паперів, валютний курс. Чим довше триває стабільна динаміка згаданих показників, чим менші амплітуди їхнього коливання навколо стабільного тренду, тим вищою можна вважати фінансову стабілізацію в країні. Порушити її може багато чинників, які діють, часто стихійно, на боці попиту і на боці пропозиції на кожному з названих ринків. Щоб відновити їхню рівновагу, держава повинна мати в своєму розпорядженні механізми регулювання попиту і пропозиції на кожному з цих ринків. Специфікою таких механізмів є те, що вони спираються переважно на регулювання пропозиції грошових ресурсів завдяки емісійній функції банків. Якщо попит перевищує пропозицію і це загрожує зростанням цінових індикаторів, то банки збільшують емісію грошей до адекватного рівня, а не зменшують попит, якщо він суспільно доцільний. Та й досягти такого зниження економічними методами просто неможливо, оскільки попит формується децентралізовано і не піддається управлінню з єдиного центра (крім попиту держави).

Така (моноцентрична) побудова механізмів регулювання грошового ринку істотно ускладнює регулювання його кон'юнктури, оскільки не дає об'єктивного заздалегідь визначеного критерію (обсягу попиту) для зміни пропозиції (маси) грошей. Тому банкам залишається орієнтуватись, регулюючи пропозицію грошей, лише на стабільність цінових індикаторів, яка й служить опосередкованим критерієм збалансованості попиту і пропозиції. Але кожний з цих індикаторів, його рівень і динаміка формуються під впливом чинників, властивих тільки певному ринку, тому й стан їхньої розбалансованості може істотно розрізнятися і потребувати різних за спрямуванням змін пропозиції грошей: один – збільшення, а інший – зменшення, тому в межах

загального механізму стабілізації грошового ринку формуються спеціалізовані механізми для регулювання кожної його складової. Крім того, сама стабільність окремого індикатора не завжди правильно відображає збалансованість ринку, особливо якщо вона підтримується штучно, як, наприклад, валютний курс.

За роки незалежності Україна досягла значних успіхів у формуванні механізму регулювання грошового ринку, що реалізується через монетарну політику НБУ, та спеціалізованих регулятивних механізмів, що реалізуються через валютну політику, кредитну політику, систему регулювання ринку цінних паперів. Наскільки ефективно використовувались ці механізми в регулятивній практиці нашої держави можна визначити на основі аналізу динаміки основних монетарних індикаторів за три періоди: період економічного зростання (2000–2007 рр.); період фінансово-економічної кризи (2008–2009 рр.); період посткризового відновлення (2010–2012 рр.).

Стан грошового ринку протягом 8 років періоду економічного зростання можна оцінити як хронічне і гіпервисоке перевищення попиту над пропозицією (табл. 1).

Як видно з наведених даних, в період економічного зростання мала місце величезна невідповідність в динаміці пов'язаних між собою економічних і монетарних показників: грошова маса зростала в 10,2 рази швидше, ніж зростав реальний ВВП, і в 4,5 рази швидше, ніж номінальний ВВП. Дивує те, що цінові індикатори і на товарних, і на грошовому ринках так мляво відреагували на таке гігантське зростання маси грошей, не забезпечене зростанням товарної пропозиції. Індекс споживчих цін зріс у 2,3 рази, отже, лише частка (близько 50%) приросту грошової маси була спрямована на товарні ринки. Курс гривні зовсім не змінився, отже, і на валютному ринку цей приріст грошей був затребуваний лише частково<sup>61</sup>. Рівень процентних ставок відреагував сильніше ніж валютний курс на диспропорцію, але далеко не так активно, як можна було б очікувати<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> Навіть якщо б весь приріст M2, не забезпечений приростом ВВП, був спрямований на валютний ринок і трансформований у валютні запаси фізичних і юридичних осіб, це не усунуло б вказаної диспропорції, оскільки за сучасної методики визначення грошових агрегатів ці валютні запаси враховуються в агрегаті M2.

<sup>62</sup> Використання таких грошей на кредитному ринку, як і на валютному, не зменшує диспропорції між темпами приросту M2 і ВВП. Адже кредитний ринок обслуговує гроші не з поточної каси економічних суб'єктів, а переважно з їх тривалих запасів, які спочатку формуються, а потім використовуються для кредитування і при цьому не зменшуються. Якщо ці гроші спрямовуються для банківського кредитування, то запаси їх навіть зростають внаслідок грошово-кредитної мультиплікації.

**Динаміка економічних та монетарних показників за 2000–2007 рр.,  
% до попереднього року**

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	За період (2000–2007)
ВВП:									
– реальний	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,6	107,1	107,3	175,7
– номінальний	130,4	120,1	110,6	118,4	129,1	123,1	121,8	131,9	417,0
Грошова маса:									
– М2	145,3	143,2	142,3	147,5	132,3	153,9	134,3	150,8	1801,5
– грошова база	140,0	137,4	133,6	130,0	134,1	153,9	117,5	146,0	1184,2
Індекс споживчих цін (грудень до грудня)	125,8	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	226,7
Курс гривні до долара США (+,-)	-4,18	+2,50	-0,60	+0,02	+0,49	+4,81	0,0	0,0	–
Ставка (%) за кредитами банків (в усіх валютах)	76,2	79,1	79,7	84,1	86,8	96,0	96,5	95,7	31,2

Джерело: складено автором за даними: Бюлетень Національного банку України. – 2006. – № 12; Бюлетень Національного банку України. – 2012. – № 9.

То куди ж подівся цей приріст грошової маси, не забезпечений приростом товарної пропозиції? У нього був тільки один вихід – розміститись у запасах фізичних і юридичних осіб, які мали великий незадоволений попит на гроші, що виник завдяки втраті раніше нагромаджених грошей унаслідок гіперінфляції 90-х років. Більше того, навіть 18-кратне зростання грошової маси не дало можливості економічним суб'єктам задовольнити свій попит на гроші за тривалий період, про що свідчить той факт, що в 2007 р. – останньому році періоду зростання – вказані диспропорція між монетарним і товарним індикаторами не ослабли.

Проведений аналіз стану грошового ринку протягом 2000–2007 рр. дає підстави зробити такі висновки:

1) налякана жахами гіперінфляції 1990-х років монетарна влада України не скористалася сприятливими умовами періоду економічного зростання і максимально не задовольнила попит на гроші, що можна було зробити без посилення інфляції. Було втрачено можливість значно покращити фінансову базу всіх економічних суб'єктів, збільшити обсяги національного позичкового капіталу, зменшити потребу в іноземних позиках, збільшити ресурсну базу для розвитку банківської системи та фінансового ринку в цілому, що мало б позитивний вплив на фінансову стабілізацію, особливо на перспективу;

2) через неповне задоволення попиту на гроші економіка і банківська система України ввійшли в кризу 2008–2009 рр. фінансово ослабленими, неспроможними адекватно протистояти кризовим загрозам, тому й руйнівні наслідки кризи в Україні були більшими, ніж в інших країнах;

3) політика стримуваного нарощування пропозиції грошей давала можливість реалізувати її лише за допомогою одного емісійного інструменту – викупу валюти на валютному ринку. На цей інструмент припадало близько 70% всієї емісії за цей період<sup>63</sup>. Інші інструменти, особливо рефінансування банків, не

були задіяні і банки виявилися погано підготовленими до нарощування пропозиції грошей в умовах дефіцитного платіжного балансу і фінансової кризи, коли інструмент валютної інтервенції виявився неспроможним забезпечити емісійні потреби;

4) розбалансованість грошового ринку навіть у формі перевищення попиту над пропозицією несе в собі загрози для фінансової стабілізації, особливо на мікрорівні. Підприємствам складно сформувавши власний капітал, особливо обіговий, за рахунок власних доходів і навіть кредиту, домогосподарствам важко профінансувати свої потреби за рахунок поточних доходів і вони змушені звертатися за кредитами; навіть уряду складно профінансувати державні витрати за рахунок власних доходів і позичок на внутрішньому ринку, хоча він є пріоритетним позичальником, а тому змушений звертатися за кредитами на зовнішні ринки. І чим більшими були наші успіхи в економічному розвитку, тим більшим ставав попит на ресурси на грошовому ринку, в тому числі зовнішньому, і саме за рахунок останнього цей попит задовольнявся.

Але разом із тим і гальмувалося зниження процента. Складалося враження, що Україна досягла високого рівня фінансової стабілізації, котрий визнають нібито навіть наші іноземні кредитори, оскільки дають кредити. Але чомусь усі забували, що разом із зовнішніми позиками в Україну завезено "бомбу уповільненої дії" у вигляді пропорційно зростаючих витрат на обслуговування заборгованості та реального ризику девальвації гривні. Дивно, що цієї загрози не хотіли бачити не тільки уряд, а й НБУ. Таку поведінку уряду можна зрозуміти: він керувався принципом: головне – взяти гроші сьогодні, щоб довше протриматися при владі. Оскільки наші уряди змінювалися майже щорічно і за їхніми позиками повинні були розраховуватися наступні уряди. Але НБУ не мав би так поводитися. Адже в його руках був ключ для вирішення проблеми дефіциту фінансових ресурсів через внутрішній грошовий ринок шляхом збільшення пропозиції національних грошей.

Єдиним виправданням такої поведінки НБУ на грошовому ринку в цей період може бути той факт,

<sup>63</sup> Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика України: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку: моногр. / за ред. чл.-кор. НАНУ А.І. Даниленка ; НАН України, Ін-т економ. та прогноз. – К., 2012. – С. 250.

що представники МВФ, які допомагали уряду і НБУ у розробленні національної фінансової політики, вимагали керуватися у монетарній сфері політикою кількісного обмеження грошової маси, основою на концепціях вулгарного монетаризму. Сутність цієї політики полягає в обмеженні пропозиції грошей інтервалом приросту грошової маси в 20–30% та жорсткій прив'язці грошової емісії до придбання іноземної валюти. Серйозні загрози такої політики для України можна побачити неозброєним оком. Вона змінює економічну базу грошового ринку України з розвитку національного виробництва на накопичення іноземної валюти, яка може здійснюватися будь-яким способом: пріоритетним експортом за кордон усього, чим володіє Україна, – продукції важкої промисловості, продукції сільського господарства, інших сировинних ресурсів, кваліфікованої робочої сили, продажем землі тощо, а якщо цим шляхом вирішити проблему не вдасться, то одержувати кредити насамперед у МВФ, а потім на міжнародних валютних ринках.

Результати цієї монетарної політики не забарилися. В Україні інвестується і розвивається лише експортоорієнтоване виробництво та інфраструктура, що забезпечує успішну реалізацію адекватно зростаючого імпорту: складальне виробництво, комунікації, складські приміщення, супермаркети, інколи найбільші в Європі, де продаються майже винятково іноземні товари. Монетизація економіки України, а значить і її платоспроможність, буде низькою, що підтверджується її сучасним станом.

У період фінансової кризи (2008–2009 рр.) динаміка економічних та монетарних індикаторів в Україні погіршилася:

- реальний ВВП знизився на 22,7 п. п.;
- номінальний ВВП – зменшився на 3,7%;
- обсяг грошової маси за агрегатом М2 – зменшився на 5,4%;
- грошова база – зросла на 37,4%;
- індекс споживчих цін – зменшився на 9,2%;
- валютний курс гривні до долара США (офіційний) – знизився на 58,1%;
- процентна ставка за банківськими кредитами – зросла в середньому на 35%;
- офіційні резервні активи – зменшилися на 18,5%<sup>64</sup>.

Із наведених даних видно, що за період кризи найбільше зросла грошова база (+37,4%) при зменшенні реального і номінального обсягу ВВП. На перший погляд може видатися, що НБУ під тиском кризи перейшов від обмеженої до ліберальної монетарної політики. Але це не так. Якщо враховувати, що за один передкризовий 2007 р. грошова база зросла на 46%, тобто значно більше ніж за 2 кризові роки, і що загальна маса грошей в обороті не зросла, а зменшилася, тобто грошово-кредитний мультиплікатор працював не на збільшення, а на зменшення М2, то стає зрозумілим, що НБУ не пом'якшив, а ще посилив обмежувальну політику в період кризи, чим погіршив фінансові умови для виживання економічних

суб'єктів у складній ситуації, в тому числі для банків. Не випадково за два роки кризи 33 банки (або 16,7%) було позбавлено ліцензій (повністю чи частково) та ліквідовано (це кожний шостий банк), що вкрай негативно позначилося на платоспроможності (в умовах кризи) всіх економічних суб'єктів, які не тільки не могли одержати підтримки ліквідності від своїх банків, а й не змогли своєчасно скористатися власними коштами, що були заблоковані в банках.

Лише один крок до лібералізації НБУ зробив на валютному ринку, "відпустивши" валютний курс на початку кризи, і гривня за короткий строк девальмувала на 58%, а за ринковим курсом іще більше. Але це був вимушений крок під загрозою повної втрати золотовалютних резервів, які за короткий строк зменшилися на 18,5%. Як тільки ситуація з резервами покращилася, НБУ знову стабілізував курс і підтримує його майже незмінним до цього часу. Отже, в період кризи незбалансованість грошового ринку не тільки не покращилася, а навіть погіршилася. Коли провідні країни світу в період кризи збільшували пропозицію грошей, Україна її зменшувала.

Насамкінець, спробуємо оцінити грошову політику і стан грошового ринку України в післякризовий період (2010–2012 рр.).

Розвиток економіки і стан грошового ринку за цей період можна оцінити за такими показниками:

- номінальний обсяг ВВП за 2010–2011 рр. зріс на 44,1%, а в 2012 р. він навіть знизився;
- грошова маса за агрегатом М2 зросла: за 2010 р. – на 23,3%, за 2011 р. – на 14,4%, за 7 міс. 2012 р. – на 5,3%;
- грошова база за 2,5 роки зросла на 24,7%;
- індекс споживчих цін за 2,5 роки помітно знизився (з 112,3% в 2009 р. майже до 100,0% в 2012 р.);
- валютний курс гривні до долара США залишився незмінним;
- процентна ставка за кредитами банків поступово зросла і на кінець 2012 р. перевищувала ставку кризового 2009 р.<sup>65</sup>.

Наведені показники свідчать про те, що в післякризовий період Національний банк не тільки не перейшов від обмеженої монетарної політики до ліберальної, як того вимагали потреби прискорення економічного розвитку, а швидше за все обрав жорсткий варіант цієї політики: темпи щорічного приросту грошової маси і грошової бази вдвічі знизились порівняно з періодом економічного зростання, грошова база майже не збільшувалась. Унаслідок цього припинилось зменшення дисбалансу між пропозицією і попитом на грошовому ринку, яке хоча і повільно, але все-таки здійснювалось у докризовий період. У сучасних умовах вкрай загострився дефіцит ліквідності у всіх економічних суб'єктів і обслуговуючих їх банків, відновились практика 90-х років із затримки виплат заробітної плати, рівень процентних ставок зріс настільки, що зробив недоступним банківський кредит для більшості підприємств реального сектора, які працюють легально, посилилась втеча бізнесу в тінь і капіталу – за кордон. Єдиним успіхом у цьому

<sup>64</sup> Розраховано за даними: Бюлетень Національного банку України. – 2012. – № 10.

<sup>65</sup> Розраховано за даними: Бюлетень Національного банку України. – 2012. – № 10.

періоді може видатись зниження інфляції в 2012 р. майже до нульового рівня, а то й до дефляції. Але успіх цей може мати негативний наслідок для багатьох підприємств, які можуть зовсім втратити власний оборотний капітал і, не маючи доступу до дорогих банківських кредитів, будуть змушені банкрутувати. Всі ці явища в сукупності підривають довіру до політики НБУ і банків, мінімізують надії економічних суб'єктів зберегти мізерні запаси грошей і штовхають їх до конверсії коштів в інвалюту і виведення їх з банків. Недовіра до політики НБУ та девальваційні настрої провокують нездоровий попит на валюту, падіння валютного курсу гривні і загрозу подальшої втрати валютних резервів НБУ. Неспроможний економічно стримати попит на валюту, НБУ приймає адміністративні заходи (паспортизацію операцій, податок на продаж валюти тощо). Але ніякі адміністративні заходи не зможуть виправити ситуацію в монетарній сфері, оскільки першопричини цих недоліків криються в розбалансованості грошового ринку. Щоб звести цей дисбаланс до мінімуму, потрібно докласти адекватних зусиль щодо безінфляційного нарощування пропозиції грошей, а також нарощування попиту на гроші.

Що конкретно необхідно для цього зробити?

По-перше, потрібно концептуально розширити функціональне призначення НБУ. Зараз він відповідає перед суспільством лише за стабільність гривні, а останніми змінами до Закону про Нацбанк ця відповідальність ще більше звужена – до забезпечення цінової стабільності. Таке розуміння основної функції НБУ штовхає його до проведення жорстко обмеженої грошової політики і навіть до прямого втручання в ціноутворення. Замість цього потрібно розширити функціональне призначення НБУ, включивши до його відповідальності сприяння розвитку економіки без усяких застережень, як це зроблено в багатьох країнах, що розвиваються, зокрема в Китаї. По-друге, потрібно переорієнтувати монетарну політику з простого кількісного обмеження

грошової маси на гнучке регулювання пропозиції грошей, із накопичення золотовалютних резервів на розвиток національного виробництва як більш надійної, прозорої і краще регульованої бази стабільності гривні.

По-третє, визнати основним і пріоритетним інструментом емісійного механізму, замість валютних інтервенцій, рефінансування комерційних банків центральним банком. Така заміна звільнить емісійний механізм від стихійних процесів на валютному ринку, зробить керованим цільове спрямування пропозиції грошей, сприятиме дедоларизації економіки і монетарної сфери країни.

Але для цього необхідно докорінно перебудувати сам механізм рефінансування, відмовитися від тендерного методу надання кредитів під певні проекти, створити Банк реконструкції і розвитку, через який можна буде на класичних засадах кредитувати найбільш ефективні і суспільно потрібні проекти, зокрема за рахунок емісійних ресурсів. Для поточних потреб слід рефінансувати банки під боргові зобов'язання їхніх платоспроможних клієнтів (корпоративні облигації, комерційні векселі тощо). Для цього потрібно створити дієвий ринок таких зобов'язань, який міг би забезпечити перевірку їхньої надійності.

По-четверте, потрібно поступово перейти від режиму фіксованого курсу до режиму регульованого плавання, що дасть можливість знизити загрозу втрати НБУ частини своїх валютних резервів, підвищити відповідальність економічних суб'єктів за свої валютні операції, привчити їх до адаптації своїх бізнесів до курсових коливань, до страхування своїх ризиків тощо.

Ці та інші подібні заходи дадуть можливість швидше збалансувати пропозицію і попит на грошовому ринку як необхідну основу покращення фінансової стабілізації в цілому. Участь іноземного капіталу у вирішенні цього завдання повинна здійснюватися на засадах прямого інвестування реального сектора.