

Тетяна ЗАПРАНЮК

## ПОСТКРИЗОВИЙ РОЗВИТОК МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ

---

*Розглянуто особливості економічного розвитку в посткризовий період та дію факторів ризику розгортання кризи у фінансовому секторі. Визначено напрями оптимізації основних інструментів монетарного регулювання економіки в умовах посткризового економічного розвитку.*

---

Сучасну світову фінансово-економічну кризу можна вважати знаковим явищем не лише з огляду на її глобальні масштаби, а й на глибокі якісні зміни у всіх сферах економіки. І навіть період посткризового етапу економічного розвитку зберігає якісні ознаки існування попередніх умов, які, власне, і передували розгортанню кризових явищ і процесів. Йдеться, насамперед, про глобалізацію світового господарства, при якій широкомасштабне переміщення між країнами товарів, робочої сили, капіталів і фінансових потоків є факторами потенційних загроз і ускладнення ситуації, позаяк спроможні будь-коли пов'язати зовнішні шоки із загостренням внутрішньогосподарських протиріч економічного розвитку України. За таких обставин відкритість національного господарства України стає фактором посилення вразливості економіки до зовнішніх шоків, загострюючи і роблячи актуальною проблему пошуку найоптимальніших шляхів макроекономічного регулювання, одним із найважливіших складових якого виступає монетарна політика.

Зв'язок цієї проблеми із практичними завданнями оптимізації монетарного впливу на перебіг економічних процесів вказує на необхідність обґрунтування напрямів удосконалення практичного механізму монетар-

ного регулювання економіки у посткризовий період, відповідно до завдань мінімізації наслідків впливу світової фінансово-економічної кризи на вітчизняне господарство.

Дослідженню проблем монетарного регулювання економіки, в тому числі і в період розгортання світової фінансової кризи, присвятили праці вітчизняні і зарубіжні економісти, зокрема: Б. Адамик, О. Дзюблюк, В. Міщенко, А. Мороз, С. Моїсеєв, М. Пуховкіна, М. Савлук, В. Стельмах та ін. Проте недостатня увага, на нашу думку, звертається на особливості і перспективи розвитку монетарного регулювання макроекономічних процесів саме у посткризовий період з огляду на реальну загрозу виникнення обставин, які могли б поглибити існуючі у вітчизняній економіці диспропорції і спричинити відновлення кризових умов економічного розвитку, що, власне, і треба вважати невирішеними частинами поставленої проблеми.

Тому метою статті є всебічне обґрунтування напрямів оптимізації дії основних інструментів реалізації грошово-кредитної політики центрального банку з урахуванням наслідків глобальної фінансової кризи для вітчизняної економіки та розробка на цій основі комплексу пропозицій і рекомендацій щодо посилення монетарного регулятивно-

го впливу на перебіг економічних процесів задля упередження вірогідного відновлення негативних тенденцій економічного розвитку і загострення кризових явищ.

Розгортання фінансової кризи в Україні було обумовлено дією сукупності зовнішніх і внутрішніх шоків, до яких національна економіка виявилася не готовою. І це, передусім, пов'язано із незавершеністю низки важливих процесів ринкової трансформації, обмеженою місткістю внутрішніх ринків, надмірною залежністю вітчизняного реального сектору від зовнішньої кон'юнктури, низьким рівнем економічної незалежності, що пов'язано із надмірною часткою зовнішньоторгового обороту у ВВП країни, випереджаючими темпами зростання фінансового сектору у відриві від реального, відсталою структурою економіки і її надмірною енергоємністю.

Потрібно зазначити, що і в період посткризового економічного розвитку зберігаються ті ж самі умови, які мали місце і в докризовий період, коли значна зовнішня залежність національної економіки на стадії швидкого розвитку ринків спочатку компенсує інституційну, технологічну і структурну відсталість нашої країни, створюючи своєрідний стимул прискореного зростання. Проте необхідно чітко розуміти, що прискорююча дія цього стимулу в будь-який момент може перетворитися на гальмуючу, якщо світовий тренд зростання зміниться трендом рецесії. А насичення грошовими ресурсами відсталих галузей і підприємств відволікає господарську систему від необхідності структурних зрушень і реформ, створює ілюзію благополуччя і дає підстави уряду для соціального популізму. Усе це робить національну економіку вкрай уразливою до будь-яких коливань попиту і пропозиції на зовнішніх ринках. А відтак визначає об'єктивну необхідність своєчасного й ефективного реагування на будь-які прояви

зовнішніх і внутрішніх загроз наростання кризових явищ. Одним із найважливіших інструментів такого реагування у загальній системі державних заходів макроекономічного регулювання і є монетарна політика.

Саме монетарне регулювання макроекономічних процесів у посткризовий період має запобігати нестабільності грошово-кредитного ринку, різкому коливанню обмінного курсу гривні, прискоренню інфляційних процесів, відтоку депозитів із банківської системи і спричиненого цим зниженню рівня її ліквідності, скороченню золотовалютних резервів, зменшенню грошової маси в умовах зростання попиту на ліквідність з боку підприємств і домогосподарств, тобто, по суті, усім тим чинникам, котрі свого часу сприяли розгортанню фінансової кризи в Україні.

А це означає, що у перспективі, незважаючи на те, що форми прояву кризових явищ можуть постійно змінюватись, центральному банку потрібно сформувати таку систему моніторингу ринків, за допомогою якої можна було б ретельно відстежувати деякі загальні ознаки ускладнень, що насуваються: а) надлишкова ліквідність на фінансовому ринку; б) надмірний притік короткострокового капіталу у певні сектори економіки; в) швидке розширення сфери кредитування, тобто надмірна кредитна експансія банків; г) швидкий ріст цін на певні види активів (наприклад, нерухомість). Хоча практично неможливо точно передбачити, у якому секторі економіки вірогідне настання кризових явищ, відповідальність за пом'якшення і зниження таких ризиків має лежати на економічній політиці держави, включаючи і грошово-кредитну політику Національного банку України [1, 30].

За таких обставин монетарний вплив центрального банку на економіку має враховувати найбільш вразливі моменти розвитку фінансового сектору у посткризовий період задля вжиття адекватних регулятив-

них заходів із запобігання розгортанню кризових явищ. Йдеться про наступні основні моменти, що потребують адекватного монетарного реагування саме у посткризовий період розвитку економіки України.

По-перше, вірогідність спонтанного адаптивного реагування економічних агентів унаслідок інформаційної асиметрії, що може мати своїм наслідком істотне порушення рівноваги в економіці і монетарній сфері. Найбільш небезпечним і гострим проявом такого порушення фінансової стабільності може стати масований відтік депозитів із банківської системи, як це мало місце на початку жовтня 2008 р., що було спровоковано чутками про проблеми в декількох великих українських банках та істотними коливаннями обмінного курсу гривні. У цих умовах необхідним елементом адекватного монетарного регулювання є не лише політика курсової стабільності із високим ступенем довіри суб'єктів ринку до центрального банку, а й державні гарантії належного збереження і повернення вкладів у банківську систему як основа забезпечення її фінансової стабільності.

По-друге, накопичення фінансових та інституційних диспропорцій, котрі можуть бути створені в результаті надмірної кредитної експансії банківської системи України, як це мало місце у докризовий період. У цих умовах головним сигналом для активного монетарного реагування шляхом втручання центрального банку у кредитну активність банківських установ має бути прояв тенденції до зростання рівня кредитного ризику в цілому по банківській системі, виявом чого має слугувати швидкий приріст частки проблемних кредитів у структурі кредитного портфеля вітчизняних банківських установ. Саме погіршення якості кредитного портфеля комерційних банків може спричинити необхідність створення великих резервів, іммобілізацію капіталу,

загальний дефіцит ліквідності і системну банківську кризу, яка в кінцевому підсумку може призвести до руйнування усього кредитного механізму економіки, що потребує адекватних рестрикційних заходів з боку Національного банку України.

По-третє, зростання рівня валютного ризику по банківській системі в цілому, спричинене надмірним відкриттям банками валютних позицій, що у свою чергу також певним чином зумовлено недоліками існуючого кредитного механізму. Адже стратегія кредитної політики вітчизняних банківських установ повинна одночасно відповідати двом суперечливим умовам – з одного боку, зниженню рівня кредитного ризику, а з іншого – задоволенню тимчасових потреб реального сектору в кредитних ресурсах для забезпечення нормальної господарської діяльності та неперервності кругообороту капіталу. Ця суперечливість загострюється тим, що більшість господарюючих суб'єктів сьогодні знаходяться у важкому фінансовому становищі, а їхні фінансові показники не відповідають банківським нормативам допустимого рівня кредитного ризику щодо конкретного позичальника. А тому навіть за наявності достатнього обсягу кредитних ресурсів комерційні банки вважають за краще спрямовувати ці кошти у більш гарантовані активи, наприклад, відкриваючи довгі валютні позиції, що, безумовно, підвищує вірогідність дестабілізації внутрішнього валютного ринку країни, а відтак потребує адекватної реакції з боку НБУ щодо обмеження спекулятивної активності комерційних банків на ньому.

По-четверте, поява характерних диспропорцій на грошовому ринку, спричинених стійким розривом між попитом і пропозицією на грошові ресурси, що може мати своїм поясненням неадекватний рівень ціни грошей, спричинений експансивною кредитною політикою комерційних банків.

При цьому небезпека полягає у тому, що дешеві кредитні ресурси можуть породити ефект масової безвідповідальності – як на рівні державних органів, так і на рівні підприємств та домогосподарств. І крім того, це породжує приховані канали відтоку ліквідності на спекулятивні сегменти грошового ринку, ускладнюючи можливості для центрального банку щодо застосування ним традиційних заходів монетарного впливу на кон'юнктуру грошового ринку через процентні й емісійні інструменти, а також заходи із регулювання ліквідності банківської системи. Цілком очевидно, що це може збільшувати регулятивне навантаження на інші інструменти монетарного впливу (наприклад, адміністративного характеру із вимушеного встановлення центральним банком кредитних стель для комерційних банків та обмеження рівня ринкових процентних ставок), а відтак поглиблювати кризові прояви макроекономічного і фінансового характеру.

Таким чином, на основі вищезазначеного, необхідно обґрунтовувати найбільш прийнятні шляхи підвищення ефективності монетарного регулювання макроекономічних процесів через ефективну дію відповідних інструментів грошово-кредитної політики центрального банку, зокрема таких, як: мінімальні обов'язкові резерви, облікова політика та операції на відкритому ринку.

Так, мінімальні резервні вимоги, хоча і вважаються недостатньо гнучким механізмом для поточного оперативного регулювання ринку позичкових капіталів, та в нестабільних умовах посткризового періоду економічного розвитку не втрачають свого значення як вагомого інструменту впливу на грошово-кредитну систему. На наш погляд, у найближчій перспективі ефективність цього механізму монетарного регулювання НБУ вирішальною мірою залежатиме не стільки від абсолютної величини норми резервування, як від диференційован-

ня резервних вимог. Зокрема, вітчизняна практика використання цього інструменту свідчить, що зменшення норм резервування за депозитами у національній валюті, порівняно з депозитами в іноземній, сприяла переорієнтації банків на залучення коштів у національній грошовій одиниці. Однак щодо розподілу норм резервування за термінами залучених ресурсів з метою стимулювання інвестиційної діяльності (що пов'язано із застосуванням нижчої норми за депозитами із порівняно тривалішими термінами зберігання – джерелом довготермінових вкладень), то в умовах високих темпів інфляції це не було актуальним через практичну відсутність таких коштів у банківських пасивах. І лише у більш віддаленій перспективі фінансова стабілізація і зростання довіри до банківської системи з боку економічних агентів надасть можливість створення хороших передумов для залучення коштів на довгостроковій основі. Нині ж, незважаючи на те, що НБУ запровадив подібну диференціацію, вона має надто обмежений характер: строкові вклади та кошти на вимогу на поточних рахунках, а тому більше розширення поділу залучених банком депозитів за термінами може значно підвищити ефективність грошово-кредитного регулювання.

Доцільним є також поліпшення технологічної схеми розрахунку норм резервування, зокрема, шляхом надання банкам дозволу зберігати частину від зазначеної суми обов'язкових резервів у формі готівки, що може сприяти стабільній динаміці резервних активів банківської системи, а також у формі облігацій внутрішньої державної позики, що стимулюватиме розвиток операції на відкритому ринку. При цьому з метою мінімізації рівня ризиків, пов'язаних із погіршенням якості кредитних портфелів комерційних банків, Національному банку України потрібно здійснити всебічну, комп-

лексну оцінку існуючих тенденцій до зростання обсягів прострочених кредитів за всіма категоріями позичальників, особливо за найбільш проблемними напрямками кредитування. Головним же завданням Національного банку має стати підтримання ліквідності комерційних банків і виконання ними всіх зобов'язань щодо поточних і строкових депозитів як необхідної умови стабільної роботи усього банківського сектору. Реалізація викладених напрямів удосконалення мінімальних резервних вимог сприятиме підвищенню ефективності та гнучкості цього механізму грошово-кредитної політики.

Значного покращення вимагає і такий інструмент монетарного регулювання, як облікова політика НБУ. Облікова ставка використовується Національним банком одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші [2, 125]. Саме на підвищення ціни на гроші була орієнтована процентна політика Національного банку в період фінансової кризи. В сучасних же умовах посткризового періоду, коли постало завдання стимулювання економічного зростання, виникла необхідність зниження процентних ставок за кредитами з метою розширення банківських вкладень у виробництво. Адже упродовж тривалого періоду процентна політика НБУ на практиці не мала суттєвого впливу на перебіг інфляційних процесів, котрі визначалися не лише дією монетарних факторів, а й внутрішніми структурними чинниками розвитку економіки. Відтак, використання цього інструменту монетарної політики не мало належного впливу на оптимізацію процесів рефінансування та забезпечення достатньої ліквідності банківської системи, що вказує на потребу його більш гнучкого застосування, що має бути реалізовано при організації ефективних кредитних відносин між центральним банком і комерційними банками.

Та поки що на практиці послідовне зниження процентних ставок НБУ істотно не вплинуло на подальше зменшення ціни кредитних ресурсів, а облікова політика переважно реалізовується як запізніла реакція регулятора на відповідні ринкові тенденції. Потрібно також мати на увазі, що процентна політика комерційних банків у взаєминах із їхніми позичальниками не має своїм орієнтиром лише відповідні ставки рефінансування НБУ. Причини невідповідності процентних ставок за кредитами, наданими реальному сектору економіки, наявним економічним процесам необхідно розглядати не лише в монетарній, але і в макроекономічній та законодавчій площинах. Зокрема, проблема дорогих кредитів визначається, окрім іншого, ще і недоліками чинного законодавства щодо захисту прав кредиторів, що пов'язано із обмеженими можливостями реалізації права банку-кредитора щодо стягнення кредиту чи відповідної застави, тобто ця проблема пов'язана передусім з високим рівнем кредитного ризику. Та все ж у перспективі роль облікової політики у досягненні цілей економічного зростання повинна істотно зрости. Завданням НБУ має стати створення сприятливих умов для поступового зниження загального рівня процентних ставок, особливо процентних ставок за кредитами реальному сектору економіки до рівня, що стимулює зростання платоспроможного попиту на позичкові ресурси.

Крім того, потрібно зазначити, що Національний банк України може впливати на кредитний потенціал комерційних банків не лише через кількісне регулювання рівня процентів за кредитами центрального банку, а й через якісне визначення видів забезпечення цих позик. Тобто, НБУ отримує можливість впливати на реальний сектор економіки не лише через ресурсну базу банків, а й через активізацію попиту на ті

чи інші цінні папери на фондовому ринку. На нашу думку, доцільно було б впровадити диференціювання процентних ставок НБУ залежно від якості цінних паперів, що приймаються в забезпечення, та надійності банків-позичальників, яка визначається за системою CAMELS. На сьогодні ставки рефінансування Національного банку України відрізняються залежно від видів кредитів.

На необхідність активного застосування у посткризовий період такого важливого інструменту монетарного регулювання, як операції на відкритому ринку, вказують, оперативність, гнучкість і контрольованість. Цей інструмент, насамперед, впливає на банківські резерви, а також через ефект мультиплікації впливає на пропозицію кредиту й економічну діяльність в цілому [3, 331]. Однак недостатній рівень розвитку ринку цінних паперів не дає змоги повною мірою використати його як суттєвий важіль монетарного впливу на макроекономічні процеси. Можна погодитись із Б. П. Адамиком, що відсутність нормально функціонуючого вторинного ринку цінних паперів не дає можливості НБУ оперативно регулювати грошову масу завдяки операціям на відкритому ринку [4, 164]. І хоча Національний банк України вдається до розширення спектру інструментів, що спрямовані на пом'якшення цієї ситуації (використання депозитних сертифікатів НБУ, розвиток операцій РЕПО, поширення операцій з продажу процентних облігацій внутрішньої державної позики тощо), ефективність їх ще недостатньо висока [5, 464].

Справді, при здійсненні операцій на відкритому ринку Національний банк проводить купівлю-продаж виключно державних облігацій України. Однак з метою монетарного регулювання НБУ здійснює також емісію боргових зобов'язань у формі депозитних сертифікатів, які обертаються

виключно на міжбанківському ринку. Значені інструменти можна назвати заміниками у портфелі ринкових агентів. Хоча в більшості країн боргові цінні папери використовуються як найнадійніший та високоліквідний документ, економічні агенти в Україні мають більше довіри до органів монетарного регулювання, тобто до Національного банку України. Це пояснюється негативною кредитною історією уряду. А тому на сьогодні вести мову про розвиток операцій на відкритому ринку в якості активного інструменту грошово-кредитного регулювання є проблематичним, оскільки спершу має бути відроджений сам ринок цінних паперів – насамперед у плані відродження у потенційних інвесторів довіри до них. У зв'язку з цим має бути переглянута політика державних запозичень. Кожен випуск облігацій повинен врівноважуватися певними джерелами бюджетних доходів, які дали б змогу повернути не лише основну суму боргу, а й відсотки за ним. Крім цього, необхідно збільшити строки, на які розміщуються державні облігації, що має знизити навантаження на поточні бюджетні витрати. Важливо звернути увагу і на те, що у зв'язку зі зниженням доходності державних боргових зобов'язань варто посилити стимули комерційних банків до купівлі облігацій держави шляхом надання Національним банком дозволу зараховувати в покриття обов'язкових резервів суми коштів, що вкладені банками у державні цінні папери, придбані на аукціонах. Необхідно зазначити, що лише комплексна реалізація цих заходів може сприяти формуванню і розвитку належних умов щодо використання НБУ операцій на відкритому ринку у якості повноцінного інструменту управління грошово-кредитною сферою.

Загалом оптимізація роботи щодо удосконалення основних інструментів моне-

тарного регулювання економіки в посткризовий період має бути спрямована не лише на забезпечення макроекономічної, фінансової і грошової стабільності, а й на забезпечення відновлення кредитування підприємств реального сектору. Це означає, що банківська система має прийняти на себе частину загального фінансового ризику в процесі перерозподілу ресурсів у ті галузі економіки, які визначатимуться як відправні точки економічного зростання. Тому Національному банку необхідно розробити комплекс превентивних нормативних і фінансових заходів, спрямованих на підтримку ліквідності і мінімізацію ризиків банківської справи у складніших умовах посткризового розвитку.

На основі проведеного дослідження можна зробити висновки, що за умови високого рівня відкритості вітчизняної економіки та її підвищеної вразливості до загроз зовнішніх шоків нарівні із внутрішніми структурними диспропорціями надзвичайно важливою є роль монетарного регулювання макроекономічних процесів як ключового елементу у загальній системі заходів антикризового реагування держави і її превентивного впливу на можливі загрози у посткризовий період. У зв'язку із цим надзвичайно важливим є реалізація завдання щодо розширення можливостей використання і підвищення ефективності основних інструментів монетарної політики центрального бан-

ку, включаючи обов'язкові резерви, зміну облікової ставки та операції на відкритому ринку. Тільки за таких обставин незалежна, виважена і послідовна монетарна політика центрального банку стане головним регулятивним механізмом впливу на динаміку економічного розвитку у посткризовий період. Перспективами подальших досліджень у цьому напрямку є оцінка шляхів удосконалення трансмісійного механізму передачі монетарних імпульсів як необхідної умови оптимізації грошово-кредитного регулювання в посткризовий період економічного розвитку.

#### Література

1. Дзюблук О. В. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 5. – С. 20–32.
2. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
3. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
4. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика: Підручник. – К.: Кондор, 2011. – 416 с.
5. Центральний банк і грошово-кредитна політика / Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.