

УДК 336.71

ДІЄВІСТЬ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ВІТЧИЗНЯНІ РЕАЛІЇ ТА СВІТОВИЙ ДОСВІД

Малахова О.Л., Іващук О.О.

Тернопільський національний економічний університет

Проаналізовано дієвість інструментів монетарної політики в Україні та адекватність їх впливу на виклики глобального середовища. Визначено ефективність традиційних інструментів, що спрямовуються НБУ на стабілізацію економічної системи і підвищення активності фінансового ринку, а також розкрито механізм дії нетрадиційних інструментів монетарного регулювання у розвинених країнах.

Ключові слова: банківська система, макроекономічна стабільність, інструменти монетарної політики, традиційний і нетрадиційний монетарний інструментарій, облікова ставка, рефінансування, кількісне пом'якшення.

Постановка проблеми. Нині в умовах фінансових негараздів у світовій економічній системі спостерігається суттєве зниження ефективності інструментів монетарної політики, що є характерною ознакою країн з ринками, що формуються. Вочевидь, що таке негативне явище є притаманним і для України, оскільки наявність якісно інших економічних та інституційних умов порівняно з розвиненими країнами обмежує застосування усталених підходів у теорії та практиці монетарної політики. За таких обставин, вирішення цієї проблеми потребує пошуку та напрацювання саме такого ефективного монетарного інструментарію, який здатний оперативно та адекватно впливати на економічну систему та забезпечувати при цьому її безперервний висхідний розвиток. Окрім того більшість центральних банків провідних країн світу продемонстрували ефективні та злагоджені дії у боротьбі з глобальною фінансовою кризою, замінивши традиційну монетарну політику, нетрадиційними заходами, які виявилися більш дієвими і адекватними до умов кризових явищ в економічній сфері.

Таким чином, проблематика підвищення ефективності інструментарію монетарної політики та посилення її позитивного впливу на перебіг усіх економічних процесів в країні потребує поглибленого теоретичного осмислення та практичних напрацювань, зважаючи на постійні зміни використовуюваного інструментарію.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Оперативність та адекватність монетарного інструментарію центральних банків світу з метою подолання наслідків глобальної фінансової кризи зумовлює підвищення наукового інтересу саме до теоретичних і практичних аспектів оцінки їх ефективності. Дослідженням дієвості застосування окремих монетарних інструментів в умовах посилення фінансової нестабільності і в кризових ситуаціях присвятили свої наукові доробки такі відомі вчені і практики, а саме: О. Береславська, Л. Бондаренко, О. Вовчак, О. Дзюблюк, М. Діба, А. Дроб'язко, В. Корнєєв, В. Міщенко, С. Науменкова, І. Перконос, Л. Примостка, А. Сомик, Т. Унковська, О. Щербакова, В. Юрчишин та інші.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Попри належне ґрунтовне опрацювання даного питання провідними науковцями, варто зауважити, що за умов постійних змін у економічному просторі особливої уваги

слід приділяти саме формуванню системних підходів щодо напрацювання дієвих монетарних інструментів у забезпеченні стабільності функціонування економічної системи. Зокрема, малодослідженими залишаються питання визначення пріоритетності використання монетарних інструментів центрального банку з метою забезпечення належного рівня стабільності функціонування економічної системи та нівелювання впливу системних ризиків банківської діяльності. Незважаючи на численні теоретичні напрацювання щодо монетарного інструментарію, які розроблені в економічній науці, попри безліч публікацій про особливості застосування певних інструментів монетарної політики, окремі питання дієвості впливу інструментів монетарного регулювання, вимагають більш глибокого дослідження.

Мета статті. Метою статті є дослідження дієвості інструментарію монетарної політики в сучасних умовах в Україні, вивчення досвіду використання інструментів монетарної політики центральними банками провідних країн, з'ясування необхідності та ефективності використання нетрадиційних монетарних заходів і новітніх інструментів.

Виклад основного матеріалу. Нині теза про «таргетування інфляції» стала і продовжує бути домінонтою у документах монетарної політики НБУ, хоча істотного впливу на темпи інфляції це «таргетування» не справляє. Так, у «Основних засадах грошово-кредитної політики НБУ» на 2014 р. визначалося: «...У середньостроковій перспективі Національний банк прагнути досягти та утримувати показник індексу споживчих цін у межах 3–5% на рік», а в аналогічному документі на 2015 р.: «...Завданням грошово-кредитної політики у середньостроковій перспективі є зниження темпів інфляції до 5% на рік із допустимим відхиленням ± 1 процентний пункт». Втім, зростання ІСЦ у 2014 р. склало 24,9%, у 2015 р. сягнуло 43,3%. Згідно з даними, оприлюдненими Держстатом, інфляція у 2016 році становила 12,4%.

Основою монетарної політики НБУ у 2017 році стали дії з досягнення цілей щодо інфляції, визначених «Основними засадами монетарної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу», які затвердила Рада НБУ., а саме – забезпечення інфляції на рівні $8\% \pm 2$ п. п. в кінці 2017 року та $6\% \pm 2$ п. п. – у 2018 році [7]. На наш погляд, це надскладне завдання, і вперше, від початку запровадження «інфляційного таргету-

вання» Національний банк визнав недосяжність цільового орієнтуру на поточний рік. Інфляція за підсумками 2017 року становитиме 12,2%, тоді як мета поточної політики інфляційного таргетування центробанку становить 8% плюс-мінус 2 п. п. Окрім того, негативно на ціни в тому числі вплинули рішення уряду: подвоєння мінімальної зарплати, позапланове підвищення пенсій, черговий перегляд акцизів на алкогольну і тютюнову продукцію. Загалом на тлі таких «позитивних змін» темпи інфляції у вересні 2017 року прискорилися до 16,4%, а липневий прогноз НБУв 9,1% швидко застарів [4].

Тож в Україні інфляція залишається на досить високому рівні навіть у період зменшення внутрішнього кредитування, а інфляційні

шоки радше можна пов'язати із адміністративними рішеннями щодо цінних змін (зокрема, в житлово-комунальних тарифах) (рис. 1). Таким чином, в умовах вітчизняних реалій щонайменше некоректними є прагнення виключно монетарними засобами впливати на інфляційну динаміку.

Наведені дані на рис. 1 ілюструють кореляційний взаємозв'язок між змінами споживчих цін та офіційного валютного курсу. Окрім того, підтвердженням тези щодо завчасності проголошення НБУ курсу на режим інфляційного таргетування є динаміка валютних інтервенцій на міжбанківському ринку. Так, з міжнародних резервів, які зросли у вересні 2017 року на \$602 млн., \$165,6 млн. було витрачено на валютні інтервенції, які Нацбанк здійснював для згла-

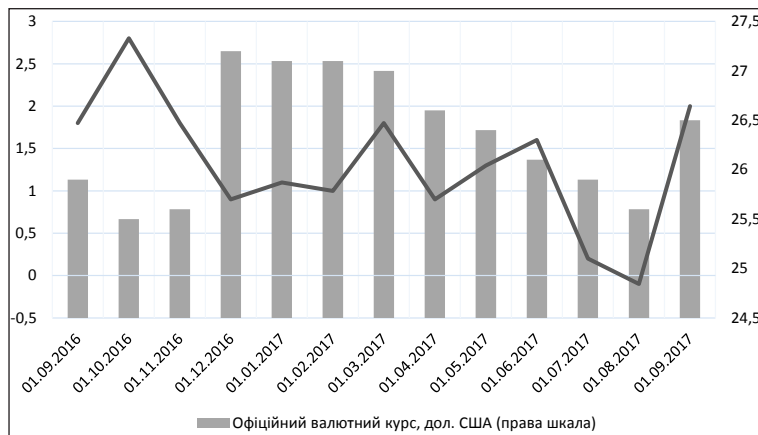


Рис. 1. Зміни споживчих цін та офіційного валютного курсу за період з вересня 2016 року по вересень 2017 року в Україні

Джерело: побудовано авторами на основі [3; 8]

дження надмірних коливань на міжбанківському валютному ринку під дією тимчасових факторів. У тому числі 69,0 млн. дол. США було спрямовано на продаж валюти через інтервенції у формі запиту найкращого курсу [9].

У контексті оцінки дієвості інструментів монетарної політики НБУ варто з акцентувати на тому, що країни, які продемонстрували позитивну динаміку до зростання, дедалі більше опановують складний і диверсифікований арсенал інструментів монетарної політики. Цілком зрозуміло, що врахування різновекторних впливів застосування монетарного інструментарію в сукупності створює далеко не однозначний загальний вплив на макроекономічне та фінансове середовище країни (табл. 1).

Таблиця 1

Основні інструменти грошово-кредитної політики висхідних країн*

Інструмент	Дія	Об'єкт, на який спрямована дія
Встановлення мінімальних резервних вимог	Опосередкована	Пропозиція грошей
Цільові кредити	Пряма	Пропозиція грошей
Регулювання офіційної облікової ставки	Пряма	Попит на гроші
Рефінансування комерційних банків	Пряма	Пропозиція грошей
Операції на відкритому ринку	Опосередкована	Пропозиція грошей
Таргетування монетарних агрегатів	Пряма	Пропозиція грошей
Дисконтна політика	Опосередкована	Пропозиція грошей

* Джерело: [11, с. 29]

Таблиця 2

Основні інструменти грошово-кредитної політики НБУ*

Інструменти	Мета	Регулюючі функції
Процентна політика	– сприяти зростанню економіки шляхом низьких ставок на кредити – стримувати ріст інфляції	– забезпечити стабільність гривні на валютному ринку шляхом помірною підвищення процентних ставок – регулювання рівня заощаджень та інвестицій – регулювання рівня ділової активності банків – вплив на рівень інфляції – вплив на ринок капіталів
Політика обов'язкових резервів	– збільшити контроль за ліквідністю установ банків для забезпечення здійснення поточних платежів – посилити залежність банків від рефінансування з боку НБУ	– регулювання грошової маси – вплив на рівень мультиплікації депозитів – вплив на динаміку грошової пропозиції – вплив на фінансовий результат банку
Операції на відкритому ринку	– зміна величини та структури банківських ліквідних коштів	– регулювання ліквідності банку – збільшення обсягів рефінансування та міжбанківського кредитування
Політика рефінансування	– підтримання ліквідності банків – участь у процесі відтворення	– регулювання грошової пропозиції – збільшення масштабів кредитування

* Джерело: побудовано авторами

Таким чином, в контексті глобальних викликів, висхідні країни, як правило, визначають власні напрями економічної політики, що загалом дозволяє забезпечувати належний рівень адекватності заходів національної економічної політики. Вочевидь, що політика банківських регуляторів країн, які продемонстрували позитивну динаміку до зростання, орієнтується на досягнення зростання ВВП та доходів населення з урахуванням стримування інфляції у помірних межах за допомоги створення механізмів надання кредитів для пріоритетних галузей економіки за помірними кредитними ставками.

В Україні, в основному, всі регулюючі інструменти НБУ спрямовані на стабілізацію банківських установ, тому пріоритетними інструментами його грошово-кредитної політики можна визначити: 1) процентну політику; 2) політику обов'язкових резервів; 3) операції на відкритому ринку; 4) політику рефінансування (табл. 2).

Отож логіка нашого дослідження дієвості інструментів монетарної політики передбачає розглянути практику застосування НБУ традиційних монетарних інструментів.

Так, основним монетарним інструментом НБУ є регулювання *процентної (облікової) ставки*. У 2014 р. під час розгортання вітчизняної фінансово-економічної кризи НБУ суттєво збільшив рівень процентних ставок з метою приборкання інфляції та обмеження попиту на іноземну валюту, який був спричинений її зростанням ціни на неї. У 2015–2016 рр. процентна політика НБУ характеризувалась постійними коливаннями, про що свідчать такі дані: 06.02.2015 процентну ставку було підвищено до 19,5%, а вже 04.03.2015 – до 30%. Після цього спостерігалось виключно зниження облікової ставки: 28.08.2014 – до 27%, 25.09.2015 – до 22%, 22.04.2016 – до 19%, 27.05.2016 – до 18%, 24.06.2016 – до 16,5%, 29.07.2016 – до 15,5%, 16.09.2016 – до 15%, а останнє зниження відбулося вже у середині 2017 р. і сьогодні облікова ставка НБУ складає 12,5%.

Слід зауважити, що саме облікова ставка НБУ прив'язана до ставки рефінансування, за якою НБУ надає банкам кредити рефінансування на визначений строк. Ставка рефінансування не може бути меншою, ніж облікова ставка. Динаміка середньозваженої ставки рефінансування на тендерах та облікової ставки НБУ представлена на рис. 2. Окрім того, облікова ставка є індикатором цінової політики комерційних банків на банківські депозитні та кредитні продукти.

Як продемонстровано на рис. 2 облікова ставка НБУ не має тісного зв'язку зі ставками за кредитами банківських установ. Найбільшу частку в доходах банківської системи протягом 2015 – січня-травня 2017 років займали процентні доходи (становили більше 60% від загального обсягу доходів) та комісійні (більше 14%). Це свідчить про певну сталість структури доходів банківської системи [5].

27.10.2017 року Нацбанк несподівано для ринку підвищив облікову ставку відразу на 1 п. п. до 13,5%. Цим рішенням регулятор перервав дворічний

період пом'якшення монетарної політики. Таким чином, Нацбанк хоче підвищити вартість грошей в економіці, щоб заспокоїти високу інфляцію. Тепер учасники ринку очікують підвищення ставок за депозитними сертифікатами, ОВДП і кредитами «овернайт». Депозитні ставки, які зараз знаходяться на багаторічних мінімумах, не зможуть проігнорувати нову цінову реальність [4].

Таким чином, слід розуміти, що зниження облікової ставки не завжди веде до зниження ставки за кредитами та розкручування інфляційної спіралі, у той час як її зростання обов'язково призводить до подорожчання кредитних ресурсів, що свідчить про недостатній зв'язок кредитної політики на макро- та мікрорівні. Зауважимо, що зростання рівня облікової ставки під час кризи та потреба більшості банківських установ у додаткових коштах, спричинили зростання відсоткових ставок за кредитами, депозитами та на міжбанківському кредитному ринку.

Більше того, як засвідчує практика, процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку в Україні більшою мірою чутливі саме до курсової динаміки і девальваційного тиску: у період посилення тиску спостерігається суттєве зростання ставок відсотку і після завершення курсового шоку відбувається помітне їх зниження.

Слід зазначити, що в умовах розвинутих ринкових відносин облікова ставка центрального банку має більшою мірою індикативний характер, орієнтуючи суб'єктів грошового ринку на довгостроковий тренд зміни вартості капіталу, що визначає вагому роль і високу значимість цього банку як провідного макроекономічного регулятора. Порівняння облікових ставок країн світу у 2013–2016 роках вказано в табл. 3.

Таким чином облікова ставка НБУ є однією з найвищих в Європі. Слід зважати на те, що політика високих відсоткових ставок має значні негативні наслідки: зниження платоспроможного попиту в економіці та інвестиційної активності, високі відсоткові ставки призводять до удорожчання кредитів для суб'єктів господарювання, які відповідно закладають свої витрати в ціну продукції. Іншими негативними наслідками цієї політики є зниження інвестиційної активності в економіці та темпів економічного розвитку.

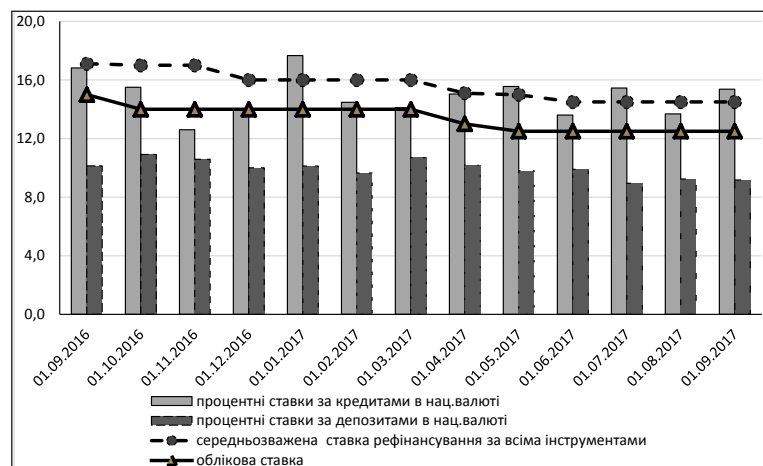


Рис. 2. Динаміка облікової ставки НБУ та процентних ставок кредитного ринку за період з вересня 2016 р. по вересень 2017 р., %

Джерело: побудовано авторами на основі даних НБУ

Безпосередній прямий вплив на вільну ліквідність має норма обов'язкових резервів банків, що підтверджує низьку дієвість цього інструмента управління ліквідністю.

люють специфіку його застосування центральним банком. Переваги та недоліки використання норми обов'язкових резервів можна представити у вигляді таблиці 4.

Таблиця 3
Облікові ставки центральних банків країн світу, 2013–2016 рр.*

Країна	Облікова ставка ЦБ країни на 01.01.2017, %	Середня ставка ЦБ країни 2013–2016, %
Китайська народна республіка	4,35	5,35
Японія	-0,10	0,05
Сполучені штати Америки	0,75	0,3125
Південна Корея	1,25	1,81
Країни Євросоюзу	0	0,0875
Швейцарія	-0,75	0
Великобританія	0,25	0,4375
Канада	0,50	1
Швеція	-0,50	0,375
Ізраїль	0,10	0,36
Австралія	1,50	2,125
Індія	6,25	7,3125
Данія	-0,75	0
Бразилія	13,75	12,43
Мексика	5,75	3,875
Російська Федерація	10	10,875
Туреччина	8	6,38
ПАР	6	7
Україна	14	14,81

* Джерело: [2]

Як свідчить вітчизняна практика монетарного впливу на економіку, нагромадження негативних тенденцій в економіці, дестабілізація вітчизняного банківського сектору через відтік депозитів та погіршення якості кредитів (передусім через курсовий фактор) протягом 2012–2014 рр. призвели до того, що НБУ, прагнучи стабілізувати ситуацію та зміцнити банківський сектор, послідовно підвищував норматив обов'язкового резервування – до 2,6% у 2012 та 3% у 2013 році, надалі – до 4,0% у 2014 році.

Мінімальні обов'язкові резерви як монетарний інструмент має свої особливості, які зумов-

Таблиця 4
Переваги та недоліки застосування норми обов'язкових резервів*

Переваги	Недоліки
– інструмент має швидку дію, тому підходить для тих ситуацій, коли потрібно оперативно реагувати на зміни в економіці;	– потужний засіб грошово-кредитного регулювання, оскільки навіть невеликі зміни норми резервів призводять до значних змін в обсягах вільних резервів банків, а відтак шоково впливають на економіку;
– знижує рівень ризику, що може виникати у банківській системі;	– дія інструменту недостатньо керована, оскільки пов'язана з мультиплікативним ефектом;
– гарантує виплату вкладів у разі банкрутства банківської установи	– має податкову природу, робить дорожчими банківські ресурси і сприяє зниженню кредитної активності, а відтак і доходності банків;
	– значною мірою впливає на ліквідність банківської системи. вилучає банківські кошти з обігу, спричиняючи витрати банків від невикористаного капіталу

* Джерело: [10, с. 45]

У той же час слід помітити і зворотне: на даний момент НБУ практично вичерпав можливості розширення монетарної бази в Україні за допомогою скорочення нормативу обов'язкового резервування (табл. 5), при тому, що вітчизняні банки вкрай гостро відчувають проблему браку фінансових ресурсів.

Окрім того, як зазначають аналітики, головною причиною погіршення фінансового результату функціонування банків за шість місяців 2017 року, стало істотне зростання відрахувань банками у резерви – до 12,5 млрд. грн., переважну частку яких сформували два банки – Приватбанк і Промінвестбанк [13] (рис. 3).

Також досить показовими є залишки коштів за наданими кредитами та залученими депозитами банківськими установами в Україні, оскільки у період підвищення норми обов'язкових резервів (2011–2014 рр.) лише простежувалась тенденція до зниження приросту депозитних вкладів, а не суттєве зменшення депозитного портфеля банків.

Втім, слід зазначити, що реалізація норм обов'язкових вимог як монетарного інструменту у практичній діяльності регуляторів різних країн світу має певні особливості (табл. 6).

Як проілюстровано у таблиці 6 застосування обов'язкових резервних вимог мають суттєві відмінності у формуванні поелементного складу цього монетарного інструменту. Так, позитивним моментом є той факт, що центральні банки більшості економічно розвинених країн на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховують проценти, що пом'якшує податкову природу механізму резервних вимог, а відтак підвищує його ефективність.

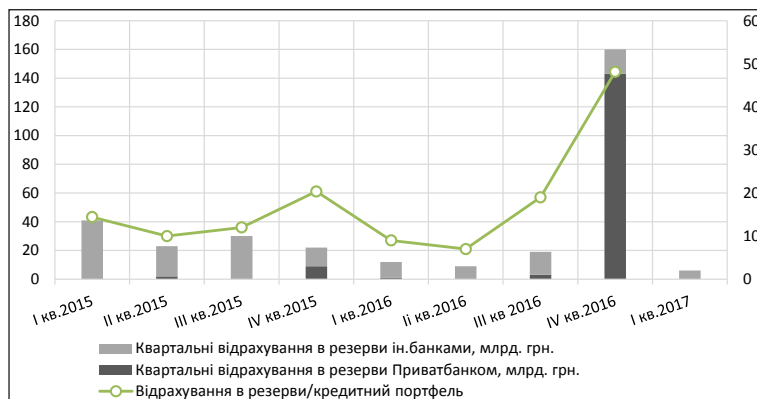


Рис. 3. Динаміка кварталних відрахувань до банківських резервів в Україні за 2015–2017 роки

Джерело: побудовано авторами на основі даних НБУ [6]

Нині у світовій банківській практиці операції центрального банку на відкритому ринку є основним і найбільш гнучким інструментом монетарного регулювання економіки, кредитних вкладень та ліквідності комерційних банків. Операції центрального банку на відкритому ринку безпосередньо впливають на обсяг вільних ресурсів, які перебувають у розпорядженні комерційних банків.

Окрім того, операції на відкритому ринку та операції з рефінансування в розвинених країнах є взаємодоповнюючими і ефективно працюючими, а в країнах що розвиваються ці операції досить часто носять емісійний характер, тому що відбувається переважно купівля/продаж державних цінних паперів на первинному ринку для фінансування дефіциту державного бюджету, тоді як операції з рефінансування використовуються для підтримки ліквідності.

У вітчизняних реаліях, разом зі зміною операційних параметрів надання кредитів рефінансування, що вплинуло на структуру кредитів, протягом останніх трьох років (2014–2016 рр.), спостерігаємо суттєве зниження наданих позик для підтримки ліквідності банкам другого рівня. Втім уже у II кварталі 2017 року, платоспроможні банки скоротили заборгованість перед НБУ на 3,638 млрд. грн. – з 17,152 млрд. грн. до

13,514 млрд. грн. Більше від інших борги повернув Ощадбанк (-2,019 млрд. грн.), який повністю розрахувався перед Нацбанком. На другому місці у скороченні боргу – ПриватБанк (-1,685 млрд. грн.), який все ще найбільший (12,912 млрд. грн.) боржник Нацбанку. Станом на 1 вересня 2017 року прострочена заборгованість ПриватБанку за довгостроковими кредитами НБУ становила 11,827 млрд. грн. окрім того, за цими простроченими кредитами нараховані відсотки в розмірі 198,9 млн. грн., а відтак загальна сума заборгованості перед НБУ становить 12,025 млрд. грн. Протягом за II квартал він скоротився на 1,685 млрд. грн., оскільки Приватбанк проводив погашення рефінансування у першому півріччі за рахунок монетизації ОВДП на суму 1.4 млрд. грн., а також за рахунок коштів, залучених на ринку ресурсів та власних коштів [12] (рис. 4).

Таким чином, протягом поточного року тенденції на ринку депозитних сертифікатів НБУ не змінилися. Системно важливі банки (Приватбанк, Ощадбанк та Укресімбанк) продовжують розміщувати свої кошти у депозитні сертифікати. Отже, Національний банк України, замість того щоб сприяти подоланню фрагментації міжбанківського кредитного ринку, відновленню його нормальної роботи і кредитування економіки, створив безризиковий високоприбутковий

Таблиця 5

Динаміка нормативів обов'язкового резервування у розрізі складових банківських ресурсів протягом 2005–2016 років, %*

Період дії	за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домогосподарств			за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домогосподарств			за коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших	
	у нац. валюті	в іноземній валюті		у нац. валюті	в іноземній валюті		у нац. валюті	в іноземній валюті
		коротко-строкові	довго-строкові		коротко-строкові	довго-строкові		
30.06.2012–30.06.2013	0	9	3	0	10	0	3	
01.07.2013–29.09.2013	0	10	5	0	10	15	0	5
30.09.2013–18.08.2014	0	10	7	0	10	15	0	5
19.08.2014–30.12.2014	0	10	7	0	10	15	0	5
	за строковими депозитами			за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу				
з 31.12.2014 по теперішній час	3	6,5						

* Джерело: побудовано авторами на основі даних НБУ

Таблиця 6

Особливості застосування норми обов'язкового резервування провідними країнами світу*

Елементи	Банк Англії	Федеральна резервна система	Європейський центральний банк	Банк Японії
Суб'єкти обов'язкового резервування	Банки за бажанням	Всі депозитні установи	Всі кредитні установи	Всі депозитні установи
База резервування	Зобов'язання банків в національній валюті	Переказні депозити	Депозити, цінні папери банку	Депозити резидентів, облігації банку в національній валюті
Диференціація нормативів	Відсутня	За сумою	За терміном	Залежно від типу та розміру депозиту
Період підтримки резервів	4–5 тижнів	1–2 тижні	3–5 тижнів	Місяць
Виплати за резервами	Офіційна ставка банку Англії	0,25%	Середня ставка за основними операціями рефінансування на період підтримання	Відсутні

* Джерело: [10, с. 45]

інструмент (депозитний сертифікат НБУ овернайт), який створює спіраль структурного профіциту ліквідності та додаткові перешкоди для кредитування банками економіки.

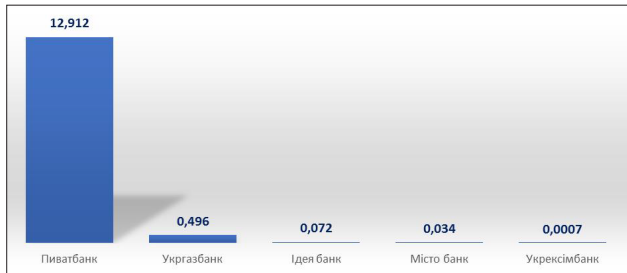


Рис. 4. Операції НБУ з рефінансування комерційних банків станом на 10.07.2017 року

Джерело: побудовано авторами на основі даних НБУ [6]

Водночас у процентних доходах зростає частка коштів, отриманих за цінними паперами, зокрема державними, та депозитними сертифікатами Національного банку, тоді як процентні надходження від кредитування скорочуються. Це свідчить про зміну характеру функціонування банківської системи України, а саме перехід від виконання банківським сектором своїх традиційних функцій, пов'язаних з забезпеченням перерозподілу коштів між вкладниками та кредиторами, до концентрації своєї діяльності на обслуговуванні фінансових потоків державного бюджету [5]. На тлі прискорення інфляції середньозважена ставка за тримісячними депозитними сертифікатами Нацбанку за останній місяць зросла з 12,7% до 14,35%.

Таким чином, Національний банк, на наш погляд, при практичному застосуванні операцій на відкритому ринку, радше виконує функцію фінансового брокера на міжбанківському ринку, а не монетарного регулятора, який певним чином спотворює конкурентні ринкові механізми та адекватні процеси перерозподілу ліквідності в банківській системі.

У процесі дослідження теоретичних засад формування та практичних аспектів викорис-

тання традиційних інструментів монетарної політики в Україні у частині забезпечення стабільності функціонування економічної системи виявлено, що їх дієвість в певний часовий період була епізодичною та різновекторною, що не дало змоги повною мірою оцінити їх ефективність. Це підтверджує необхідність удосконалення практики використання монетарних інструментів шляхом адаптації досвіду застосування традиційних і нетрадиційних монетарних інструментів, які напрацьовані регуляторами провідних країн. Таким чином, нині в Україні, залишається вкрай актуальною проблема вибору не лише адекватної мети грошово-кредитної політики, а й ефективних монетарних інструментів, які повною мірою сприяли б виконанню основних завдань соціально-економічного розвитку держави.

Вочевидь, що саме неспроможність протистояти розгортанню кризових явищ в економічному середовищі традиційними антикризовими заходами змусило регулятори більшості розвинених країн спільно з національними урядами розробляти і реалізовувати нетрадиційні заходи монетарної політики. Фахівці МВФ визначають нетрадиційні монетарні інструменти як заходи, що реалізуються центральними банками, і які не є традиційними інструментами здійснення монетарної політики [14]. До них відносять: систему заяв про наміри, надання ліквідності банкам на довгостроковій основі і широкомасштабний викуп активів.

За допомогою інструментів нетрадиційної грошово-кредитної політики чиниться безпосередній вплив на фінансове становище суб'єктів економіки, а відтак її проміжною метою під час кризи стає або збільшення ліквідності банківської системи в цілому (як в ЄС і Великобританії, де у складі фінансового сектору домінує банківська система), або цільова підтримка окремих сегментів фінансового ринку (як у США, де у складі фінансового сектору переважають фінансові ринки).

На рис. 5 узагальнено інструменти нетрадиційної грошово-кредитної політики, які використовували ФРС США і центральні банки країн Європейського Союзу.

Таким чином, проведений аналіз за попередній період дієвості інструментів монетарної політики НБУ дозволив дійти висновку про необхідність оптимізації традиційного та розширення нетрадиційного арсеналу монетарного інструментарію.

Сформовані напрями оптимізації традиційного інструментарію та застосування нетрадиційних інструментів у політиці монетарного регулювання НБУ згруповані у таблиці 7.

Висновки і пропозиції. Таким чином, з урахуванням світового і вітчизняного досвіду, набутого банківськими системами під час перебігу глобальної фінан-



Рис. 5. Основні напрями монетарного впливу держав з метою пом'якшення наслідків кризи

Джерело: побудовано авторами на основі [1, с. 60]

сової кризи, дії НБУ щодо досягнення економічної стабільності в країні повинні спрямовуватись на поєднання використання традиційних і нетрадиційних монетарних інструментів з метою підвищення ліквідності банківської системи, а саме: 1) використання прямих інструментів грошового ринку з метою системної узгодженості заходів з виділення ліквідності і забезпечення внутрішньої ліквідності за рахунок цінних паперів; 2) політики кредитного пом'якшення для відновлення функціонування кредитного ринку; 3) політики кількісного пом'якшення при набли-

женні офіційної (облікової) процентної ставки до нуля; 4) політики балансових рахунків для зупинки падіння сукупного попиту; 5) посилення застосування інструменту інформування громадськості про наміри у сфері монетарної політики особливо під час кризи.

Впровадження вищеперерахованих заходів, на нашу думку, суттєво повинно вплинути на підвищення ефективності та дієвості інструментів монетарної політики, що в кінцевому підсумку, позитивним чином впливатиме на перебіг усіх економічних процесів в Україні.

Таблиця 7

Напрями оптимізації традиційних та застосування нетрадиційних інструментів в монетарній політиці НБУ*

Традиційні інструменти	
Інструмент	Напрями оптимізації
Процентна політика	1) основні засади формування: забезпечення позитивного рівня облікової ставки щодо інфляції; рівень облікової ставки повинен перебувати у межах коридору ринкових процентних ставок комерційних банків за кредитами та депозитами; 2) ставка, за якої буде відбуватись рефінансування банків для кредитування промисловості, має бути не більше ніж 5–7% враховуючи рентабельність середньо- та високотехнологічних галузей промисловості; 3) встановити доступний рівень ставки рефінансування для банків відповідно до рівня не наявної, а очікуваної інфляції, що, на наш погляд, більше відповідає цілям монетарної політики НБУ.
Політика обов'язкових резервів	1) використання норми обов'язкових резервів як стимулюючого, а не стримуючого фактору для розвитку банківської системи; 2) здійснення відсоткових виплат банківським установам за зберігання резервів на рахунок в НБУ як плати за невикористані кошти; 3) для банків, які спрямовують свої ресурси на кредитування виробництва, у пріоритетні галузі економіки, слід установити гнучку систему обов'язкового резервування; 4) надання пільг щодо формування обов'язкових резервів. Так, суму коштів, що належить до депонування для виконання резервних вимог, можливо зменшувати на величину виданих довгострокових кредитів (понад 5 років) підприємствам реального сектора економіки.
Операції на відкритому ринку	1) супровід операцій на відкритому ринку комунікаційною політикою для пояснення змісту переходу до іншої парадигми операційної системи; 2) запровадження операцій зі стерилізації ліквідності. Оскільки наразі, депозитні сертифікати використовуються центральним банком не з метою обмеження кількості грошей, а для впливу на вартість коштів та для контролю за процентними ставками на міжбанківському кредитному ринку
Політика рефінансування	1) активізація політики рефінансування банків під заставу корпоративних цінних паперів та кредитних зобов'язань підприємств. Дослідження параметрів можливих видів забезпечень дає підстави для висновку про широкий діапазон можливостей для використання в рамках операцій рефінансування корпоративних цінних паперів та інших зобов'язань підприємств, зокрема облігацій, векселів, кредитних вимог банків до суб'єктів господарювання; 2) видача цільових кредитних ліній тим комерційним банкам, котрі здійснюють кредитування реального сектору. Рефінансування центробанком може здійснюватися шляхом надання цільових кредитів можливе у межах відкритої кредитної лінії. Частка кредитів, спрямованих у реальний сектор економіки, а саме підприємствам малого та середнього бізнесу, у кредитному портфелі комерційного банку повинна становити не менше 75%. 3) активне використання нового інструменту підтримки ліквідності банків – Emergency Liquidity Assistance (ELA) у вигляді, до прикладу, відновлюваної короткострокової кредитної лінії, якою банки зможуть скористатися у випадку відтоку депозитів.
Нетрадиційні інструменти	
Інструмент	Економічний зміст та механізм реалізації
Система заяв про наміри ЦБ	Заходи з формування очікувань майбутньої офіційної ставки. ЦБ не тільки оголошує рішення про збереження або зміну величини ключової процентної ставки, але і повідомляє про тривалість періоду, протягом якого він не має намір посилювати монетарну політику.
Кількісне кредитне пом'якшення	Купівля ЦБ державних боргових цінних паперів, що спрямована на зниження їх дохідності або спредів між прибутковістю активів з різним терміном до погашення в ситуації, коли ключова процентна ставка перебуває на нульовому або близькому до нульового рівні
Непряме кредитне пом'якшення	Надання ЦБ ліквідності банкам на довгостроковій основі (іноді супроводжується пом'якшенням вимог до якості застави). При цьому надання ліквідності на довгостроковій основі протиставляється «стандартним» інструментам за регулярним кредитуванням банків ЦБ, що здійснюється, зазвичай, на щотижневій основі.
Пряме кредитне пом'якшення	Безпосереднє втручання ЦБ у функціонування кредитних ринків і полягає у прямому придбанні регулятором корпоративних облігацій або цінних паперів, забезпечених іпотечними заставними. Даний різновид нестандартних інструментів монетарної політики спрямований на зниження процентних ставок і пом'якшення умов фондування на цих ринках (або їх окремих сегментах).

* Джерело: побудовано авторами

Список літератури:

1. Бондаренко Л. А. Нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики центральних банків в умовах кризи / Л. А. Бондаренко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. – 2015. – Випуск 2(112) – С. 58–61.
2. Відсоткові ставки центральних банків / Форекс Україна. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forexua.com.ua>
3. Державна служба статистики. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Нацбанк розгортає ціни. – 27.10.2017 // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://news.finance.ua/ua/news/-/413504/natsbank-rozgortaye-tsiny>
5. НБУ опублікував фінансові результати діяльності банків з 2015 року. – 5 липня 2017- [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://mind.ua/news/20173896-nbu-opublikuvav-finansovi-rezultati-diyalnosti-bankiv-z-2015-roku>
6. Огляд банківського сектору – Випуск 3. – Травень 2017. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43633516>
7. Основні засади монетарної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41258582>
8. Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua>
9. Офіційний сайт Національного банку України. – Міжнародні резерви зросли на 20% з початку 2017 року. – 05.10.2017. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua>
10. Перконос І. Ю. Переваги і недоліки використання норми обов'язкового резервування як інструменту грошово-кредитної політики // І. Ю. Перконос, А. М. Костина / Формування ринкових відносин в Україні. – № 1(176). – 2016. – С. 43–48.
11. Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку / Наук. ред. В. Юрчишин. – Київ: Заповіт, 2016. – 116 с.
12. ПриватБанк прострочив рефінансування на 12 млрд. грн. – 02.10.2017. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://news.finance.ua/ua/news/-/411708/privatbank-prostrochuv-refinansuvannya-na-12-mlrd-grn>
13. У І півріччі 2017 року збитки банківської системи України становили 1,85 млрд. гривень – 14.08.201. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.rbc.ua/ukr/news/i-polugodii-2017-goda-ubytki-bankovskoy-sistemy-1502694229.html>
14. IMF, «Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges», 2013a.

Малахова Е.Л., Иващук О.О.

Тернопольский национальный экономический университет

ДЕЙСТВЕННОСТЬ ИНСТРУМЕНТОВ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ РЕАЛИИ И МИРОВОЙ ОПЫТ

Аннотация

Проанализировано действенность инструментов денежно-кредитной политики в Украине и их адекватность влияния на вызовы глобальной среды. Определено эффективность традиционных инструментов, используемых НБУ на стабилизацию экономической системы и повышение активности финансового рынка, а также раскрывается механизм действия нетрадиционных инструментов денежно-кредитного регулирования в развитых странах.

Ключевые слова: банковская система, макроэкономическая стабильность, инструменты денежно-кредитной политики, традиционные и нетрадиционные монетарные инструменты, учетная ставка, рефинансирование, количественное смягчение.

Malakhova E.L., Ivashchuk O.O.

Ternopol National Economic University

THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS: DOMESTIC REALITIES AND GLOBAL EXPERIENCE

Summary

Analyzed the effectiveness of monetary policy instruments in Ukraine and their adequacy of impact on global calls Wednesday. Determined the effectiveness of traditional instruments the NBU to stabilize the economic system and financial market activity, as well as revealed the mechanism of action of non-traditional instruments of monetary Regulation in developed countries.

Keywords: banking system, macroeconomic stabilitytools of monetary policy, conventional and unconventional monetary tools, discount rate, refinance, quantitative mitigation.