

Олександр ДЗЮБЛЮК

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА ЯК ФАКТОР МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ І ПОДОЛАННЯ НАСЛІДКІВ КРИЗОВИХ ЯВИЩ

У статті аналізуються умови й ефективність застосування основних інструментів грошово-кредитного регулювання Національного банку України у контексті реалізації завдань із подолання наслідків світової фінансової кризи. Особлива увага приділена необхідності підвищення ефективності процентної політики і механізмів рефінансування, а також валютної політики як важливих інструментів монетарного регулювання у контексті їхньої ролі у забезпеченні оптимальної взаємодії фінансового і реального секторів національної економіки.

Умови перебігу та масштаби кризових явищ останніх років, що із фінансового сектору поширилися на всі сфери економіки й охопили більшість країн світу, засвідчують важливість своєчасного та цілеспрямованого вжиття комплексу регулятивних заходів щодо активного впливу на умови господарської діяльності у такий спосіб, щоб заздалегідь стати на заваді посиленню негативних тенденцій, здатних перерости у крупномасштабні виробничі спади, банкрутства учасників ринку, розкручування інфляційної спіралі, девальвації національної валюти, зростання безробіття та інших негативних моментів. За таких умов дієвість впливу держави на економіку визначається ефективністю застосування тих чи інших регулятивних заходів, здатних активно протидіяти даним тенденціям. Серед таких заходів грошово-кредитну політику в ринкових умовах слід вважати одним із найбільш важливих і дієвих інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів. У той час, коли адміністративні важелі регулювання зводяться до мінімуму,

саме грошово-кредитна політика виходить на перший план і набуває вирішального значення у формуванні закономірностей економічного розвитку та визначає поведінку практично всіх суб'єктів ринку.

Реалізація грошово-кредитної політики як одного із головних інструментів подолання наслідків світової фінансової кризи має передбачати оптимізацію використання усіх її головних інструментів, включаючи облікову ставку і рефінансування, мінімальні обов'язкові резерви, операції на відкритому ринку, а також валютну політику як окремий важливий механізм забезпечення макроекономічної стабілізації. Головним же завданням при цьому має виступати пом'якшення рестрикційної орієнтації грошово-кредитної політики, що визначається необхідністю спрямування грошових ресурсів із фінансового у реальний сектор економіки задля забезпечення довготривалого виробничого зростання, обмеження рівнів безробіття та інфляції, а також сприяння технологічному розвитку вітчизняного господарства з умовою збереження конкурентних позицій у

глобальному економічному просторі. Водночас потрібно розуміти, що стимулююча спрямованість грошово-кредитної політики, визначаючи завдання центрального банку зі сприяння економічному зростанню, не повинна негативним чином позначатися на грошовій стабільності, допускаючи неконтрольовані сплески цінової динаміки. А відтак, реалізація грошово-кредитної політики має засновуватись на таких адаптивних механізмах, використання яких спроможне було б впливати на інфляційні очікування суб'єктів ринку і засновуватись на розумінні останніми спроможності і готовності центрального банку за перших же ознак загрози розгортання інфляційних процесів проводити обмежувальну грошово-кредитну політику. Такі обставини визначають необхідність детального розгляду, теоретичного осмислення і узагальнення досвіду практичного використання основних інструментів реалізації грошово-кредитної політики Національного банку з тим, щоб на цій основі можна було визначити прийнятні параметри і рамкові умови їхнього спрямування відповідно до завдань макроекономічної стабілізації і сприяння виробничому зростанню.

Політика облікової ставки і рефінансування

Одним із найдієвіших інструментів грошово-кредитної політики центральних банків розвинутих країн світу є встановлення облікової ставки, регулювання якої відображає цілеспрямовану зміну регулятором в особі центробанку ціни грошових ресурсів на ринку та вказує на конкретні умови реалізації рестрикційних чи експансіоністських заходів відповідно до макроекономічних завдань, які стоять у той чи інший період перед державною економічною політикою. Визначення розміру облікової ставки у практиці центральних банків розвинутих країн – один із найважливіших аспектів грошово-кредитної політики, а зміна

цієї ставки є показником стратегічних змін у спрямованості кредитно-грошового регулювання. Розмір облікової ставки зазвичай залежить від рівня очікуваної інфляції та водночас сам має неабиякий вплив на інфляційні процеси в країні.

У більшості країн із розвинутою ринковою економікою й ефективно функціонуючими фінансовими ринками центральні банки, принаймні в короткостроковому періоді, встановлюють цільові орієнтири у сфері процентних ставок, а не обсягу грошової маси. При цьому потрібно наголосити, що процентні ставки центрального банку не обов'язкові для комерційних банків у сфері їхніх кредитних відносин зі своїми клієнтами та з іншими банками. Проте рівень офіційної облікової ставки у розвинутих країнах служить для комерційних банків важливим орієнтиром при проведенні ними кредитних операцій.

Розглядаючи особливості реалізації політики облікової ставки, потрібно наголосити ще на одному важливому аспекті. Йдеться про необхідність обережного і виваженого застосування центральним банком даного інструменту грошово-кредитної політики у зв'язку із недостатнім рівнем прогнозованості його наслідків.

Так, наприклад, зниження облікової ставки зазвичай розглядається як захід, спрямований на розширення пропозиції на кредитному ринку, а відтак зростання обсягів грошової маси в обігу. Проте потрібно враховувати, що зниження ставок рефінансування, впливаючи на ринкові ставки процента також у бік зниження, матимуть своїми наслідками зниження привабливості розміщення грошових ресурсів на банківських депозитах, а відтак збільшення попиту на готівку та інші фінансові активи, бажання утримувати які перебуває в оберненій залежності від рівня процентної ставки на ринку. У свою чергу, відтік коштів із

депозитів у банківській системі і одночасне збільшення обсягу грошей поза банками природно призведе до зменшення мультиплікатора грошової маси, тобто в кінцевому підсумку щодо динаміки грошових агрегатів можна отримати ефект, протилежний до очікуваного, саме коли приймається рішення про зниження облікової ставки. Однак труднощі при реалізації процентної політики у цьому відношенні якраз і полягають в тому, що досить важко прогнозувати із високим ступенем вірогідності, в якому саме періоді зниження ставки рефінансування вплине на грошовий мультиплікатор. Відтак у процесі реалізації грошово-кредитної політики за допомогою даного інструмента слід чітко розрізняти короткострокові і довгострокові періоди, позаяк у короткостроковому плані зниження облікової ставки виявляє експансіоністський ефект на макроекономічну ситуацію і кон'юнктуру грошового ринку, а в довгостроковому – матиме радше рестрикційні наслідки.

Очевидно, що необхідною умовою стимулювання виробничого зростання у вітчизняних умовах є сприяння зниженню ціни кредитних ресурсів на грошовому ринку як важливого елемента у загальній системі заходів із активізації припливу коштів із фінансового у реальний сектор економіки. Хоча в якості одного із контраргументів активного застосування саме такої процентної політики Національного банку може розглядатися той факт, що необхідність зниження ставок рефінансування Національного банку України може суперечити правилу, згідно з яким реальна процентна ставка за кредитами має бути позитивною. Дана вимога пов'язана із практичною реалізацією принципів так званого Вашингтонського консенсусу як певного зведення правил економічної політики [1, 18].

Утім, як показує досвід розвинутих країн, особливості реалізації комплексу анти-

кризових заходів центральними банками відображає допущення негативної реальної облікової ставки (від 1 до 5 пунктів). Крім того, якщо вже вести мову про позитивне значення облікової ставки відносно темпів інфляції в країні, потрібно наголосити, що самі ці темпи, основою яких слугує індекс споживчих цін, відображають, по суті, цінну динаміку як комплексний показник, що охоплює вплив на ціни не лише монетарних факторів, а й структурну інфляцію, імпортоване підвищення рівня цін, інфляцію, зумовлену посиленням монополізації та бюрократизації економіки. Відтак ставка рефінансування Національного банку може орієнтуватися не так на зростання індексу споживчих цін, як на прогнозний показник базової інфляції з усуненням прямого й опосередкованого впливу цін на енергоносії, що дозволило б її знизити до орієнтованого нинішнього рівня ставок за депозитними операціями центробанку з поправкою на невелику маржу.

На практиці ж, однак, можливості застосування такого монетарного механізму, як пониження ставки рефінансування задля стимулювання кредитної активності комерційних банків в Україні досить обмежені не лише поточними темпами інфляції, оскільки існує досить суттєвий розрив між процентними ставками Національного банку і ставками, що встановлюються на грошовому ринку, причому потрібно наголосити, що розрив за окремими видами кредитів нерідко набуває трикратного значення (табл. 1).

Так, облікова ставка Національного банку України з 10 серпня 2010 р. встановлена на рівні 7,75%. Середньозважена процентна ставка НБУ за операціями рефінансування за 2010 р. складала 11,6%. Натомість процентні ставки за окремими видами кредитів комерційних банків (особливо для домашніх господарств) становили набагато більшу величину. Потрібно

**Динаміка процентних ставок рефінансування НБУ
та ставок за кредитами комерційних банків***

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|-------|------|
| Облікова ставка НБУ | 9,5 | 8,5 | 8,0 | 12,0 | 10,25 | 7,75 |
| Середньозважена ставка НБУ за всіма видами рефінансування | 14,7 | 11,5 | 10,1 | 15,3 | 16,7 | 11,6 |
| Процентні ставки за кредитами, наданими комерційними банками підприємствам | 14,4 | 13,9 | 13,1 | 15,5 | 18,0 | 14,0 |
| Процентні ставки за кредитами, наданими комерційними банками домашнім господарствам | 16,3 | 15,2 | 15,6 | 18,7 | 22,3 | 25,6 |

* Складено на основі [2].

визнати, що кредитні ставки комерційних банків справді мають бути вищими, ніж ставки рефінансування Національного банку, утім, якщо в розвинутих країнах дана різниця складає 3–5 пункти, то в Україні розрив є значно більшим.

Загалом ці обставини свідчать про досить низький рівень керованості вартістю гривневих ресурсів на грошовому ринку з боку Національного банку України. Причинами ситуації, що склалася, є насамперед різні умови реалізації процентної політики центральними банками розвинутих країн та України. 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 центрального банку як провідного макроекономічного регулятора.

В Україні ж умови і можливості використання даного інструмента грошово-кредитної політики визначаються, на відміну від розвинутих країн, передусім масштабами операцій із рефінансування комерційних банків. І коли обсяги відповідних операцій є незначними, то взаємозв'язок між процентною політикою центрального банку та ставками, що встановлюються за кредита-

ми комерційних банків, зводиться практично нанівець.

Так, за даними Національного банку України упродовж I кварталу 2011 р. відбулася лише одна операція із рефінансування банків обсягом 7,9 млн. грн. Водночас за цей же період комерційними банками повернуто кредитів рефінансування на загальну суму 3,8 млрд. грн. А загальний обсяг мобілізаційних операцій Національного банку за даний період склав 40,8 млрд. грн. За весь же 2010 р. обсяг мобілізаційних операцій Національного банку України становив 248,1 млрд. грн., тоді як обсяг кредитів рефінансування складав лише 5,2 млрд. грн. Отже цілком очевидно, що йдеться радше про вилучення коштів з обігу, аніж про їхнє спрямування до реального сектору економіки через кредитний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики НБУ.

Таким чином, завдання щодо підвищення рівня дієвості процентної політики як інструмента грошово-кредитного регулювання, визначаються передусім посиленням впливу відповідних кредитних операцій центрального банку через стимулювання надходження грошових ресурсів у реальний сектор економіки й запобігання його кругообороту винятково в межах фінансо-

вого ринку (через купівлю комерційними банками тих же ОВДП).

Примушення комерційних банків коригувати свої процентні ставки відповідно до змін облікової ставки Національного банку України може розглядатися у даному контексті виключно як тимчасовий захід, пов'язаний із об'єктивними обставинами реалізації комплексної антикризової програми задля подолання серйозних негативних тенденцій на фінансовому ринку. Однак потрібно розуміти, що це все ж таки адміністративний важіль, довгостроковий вплив якого на формування ціни грошових ресурсів на ринку капіталів є обмеженим.

Відтак одним із стратегічних напрямів вирішення цього завдання слід вважати розгляд можливостей поновлення практики довгострокового рефінансування комерційних банків під кредитування реалізації важливих інвестиційних проектів у реальному секторі. Інша річ, враховуючи значні обсяги залишків вільних коштів на кореспондентських рахунках комерційних банків (в середньому 20 млрд. грн. протягом I кварталу 2011 р.), стимулювання їх до відповідних операцій з рефінансування має бути реалізовано поза будь-яким адміністративним примусом, а визначатися винятково умовами процентної політики, застави, гарантій тощо. У цьому контексті об'єктивно постає необхідність стандартизації якості активів (наприклад, у вигляді груп однорідних позичок), що виступають у ролі застави в операціях рефінансування НБУ.

Інший можливий напрямок посилення значення інструментів рефінансування і процентної політики Національного банку може передбачати укладення договорів із комерційними банками про відкриття кредитних ліній, цільова спрямованість грошових ресурсів із яких визначає реалізацію стратегічних завдань загальноекономічного розвитку. Крім того, такий інструмент, з

одного боку, надаватиме можливості оперативного доступу банківських установ до коштів центрального банку, а з іншого – визначатиме можливості для останнього здійснювати ефективний контроль за своєчасним погашенням і цільовим витрачанням коштів комерційними банками, що особливо важливо з урахуванням негативного досвіду неконтрольованого і нецільового використання кредитів рефінансування окремими банками в Україні на початку фінансової кризи у 2008–2009 рр.

Тільки за обставин реалізації відповідних завдань із удосконалення механізму рефінансування комерційних банків можна буде вести мову про конкретні можливості спрямування грошових ресурсів із банківського сектору в реальний. А те, що комерційні банки на сьогодні нагромадили надлишкову кількість ліквідних активів, то однією із причин цього, окрім факторів макроекономічного характеру, є також невпевненість у можливості отримання кредитів рефінансування від Національного банку України. А відтак у міру підвищення рівня прозорості і стандартизації даних операцій потреба у нагромадженні значних обсягів низькодохідних ліквідних активів буде зменшуватись. Крім того, надання комерційним банкам гарантій рефінансування під певні, важливі для розвитку національної економіки, проекти може сформувати позитивні очікування з боку банківських установ і стимулювати їх до розширення кредитних операцій на користь реального сектору.

Операції на відкритому ринку

Розгляд іншого важливого інструмента грошово-кредитної політики – операцій центрального банку на відкритому ринку – має супроводжуватись, насамперед, визнанням того факту, що у світовій банківській практиці сьогодні він є основним і найбільш гнучким інструментом монетарного регулювання економіки, кредитних вкладень і ліквідності

комерційних банків. Операції центрального банку на відкритому ринку виявляють пряму дію на обсяг вільних ресурсів, котрі перебувають у розпорядженні комерційних банків, що стимулює або скорочення, або розширення кредитних вкладень в економіку, одночасно впливаючи на ліквідність банків, відповідно зменшуючи або збільшуючи її. Такий вплив здійснюється за допомогою зміни ціни купівлі у комерційних банків або продажу їм цінних паперів із портфеля центрального банку.

Щодо операцій на відкритому ринку, то упродовж 2010 р. Національний банк України продав державних облігацій на суму 9,2 млрд. грн., тоді як придбав лише на суму 4,3 млрд. грн. Така ж сама тенденція зберігалася і в 2011 р., за перший квартал якого обсяг операцій із продажу державних облігацій Національним банком становив 1,37 млрд. грн., тоді як придбано облігацій за цей період на суму 170 млн. грн.

Нині ж помітною є надмірна тенденція щодо інвестування коштів інститутами фінансового ринку саме у державні боргові зобов'язання (рис. 1).

Як впливає із даних діаграми, за результатами I кварталу 2011 р. основна маса із загальної суми 142,6 млрд. грн. ОВДП, що перебували в обігу, знаходяться у власності банківської системи країни, а саме: 43,9% – у Національного банку України і 41,3% – у комерційних банків.

Потрібно відзначити порівняно низький рівень монетизації вітчизняної економіки, що визначається як відношення агрегату М2 до ВВП країни. Рівень цього показника у розвинутих країнах перебуває в орієнтовних межах 80-120%, тоді як в нашій країні – не перевищує 55% станом на початок поточного року (величина М2 на 1.01.11 р. – 596841 млн. грн., а обсяг ВВП за 2010 р. – 1094607 млн. грн.). Це, по суті, означає суттєву нестачу коштів для розвитку реального сектору економіки. У той час як заходи із реалізації антикризових програм у розвинутих країнах передбачають значні обсяги так званих “кількісних пом'якшень” щодо грошової сфери, в Україні відбувається зворотна ситуація – через операції на відкритому ринку, по суті, вилучаються кошти з обігу. За таких обставин рух грошових ресурсів не дозволяє належним чином забезпечити потреби реального сектору відповідно до необхідності розширення масштабів кредитування на задоволення виробничого і споживчого попиту.

Саме нестача грошових ресурсів на внутрішньому ринку капіталів змушувала вітчизняні підприємства і банки звертатися на зовнішні ринки запозичень, однак наслідки світової фінансової кризи показали усі небезпеки та ризики такої практики для внутрішньої фінансової стабільності, можливості реалізації загрози дефолту за зовнішніми зобов'язаннями та девальвації

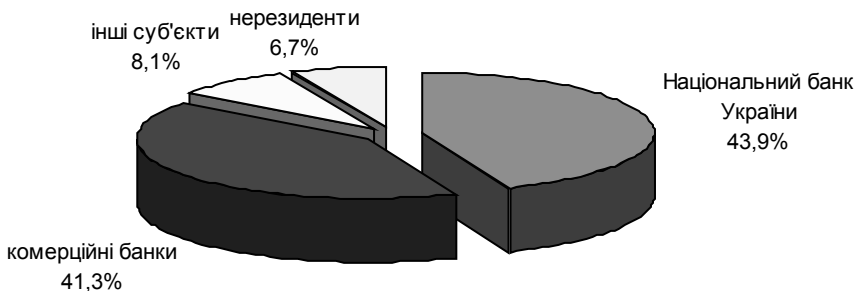


Рис. 1. Структура власності ОВДП в обігу станом на 1.04.2011 р.

національної валюти. Саме тому актуальним завданням на сьогодні залишається відновлення прийнятних темпів зростання кредитного портфеля вітчизняних банківських установ, а відтак і збільшення рівня монетизації національної економіки.

Це тим більш важливо, що декларування Національним банком України необхідності переходу до інфляційного режиму таргетування має спиратися у своїй основі на цілий комплекс ефективно функціонуючих фінансових інститутів та набір необхідних фінансових інструментів, спроможних належним чином передавати імпульси монетарного регулювання до реального сектору. Однак за обставин, коли цінова динаміка визначається не так умовами функціонування грошової системи, як практикою монопольного ціноутворення, а впливати на торгівлю і тарифну політику учасників ринку Національний банк України не має можливості, запровадження інфляційного таргетування у практику грошово-кредитного регулювання слід вважати передчасним. Відтак, ключовою метою грошово-кредитної політики на етапі подолання наслідків кризових явищ на фінансовому ринку має стати стимулювання економічного зростання, в тому числі і через розгляд окремих варіантів так званого “кількісного пом’якшення” у процесі реалізації монетарного регулювання, що може серед інших заходів передбачати також і відповідну спрямованість операцій центрального банку на відкритому ринку, тобто йдеться про віддання переваги придбанню державних цінних паперів на ринку, а не їхній реалізації, що має перебувати у контексті виконання стратегічного макроекономічного завдання із розширення ресурсної бази банківських установ для реалізації інвестиційних та інфраструктурних проектів. Саме така лінія поведінки в період розгортання світової фінансової кризи була обрана центральними банками провідних розвинутих

країн світу – через реалізацію грошово-кредитної політики експансіоністського спрямування шляхом нарощування центробанками власних активів і величини балансів, що було проведено передусім через прямі і нестерилізовані закупівлі державних цінних паперів. Не викликає сумнівів, що якщо б центральні банки розвинутих країн не обрали за стратегічну мету проведення політики кількісних послаблень на користь виробничого розвитку реального сектору, то це незабаром породило б загрозу виникнення у світовій економіці нової хвилі фінансово-економічної кризи і переходу до рецесії.

Водночас стосовно вітчизняних умов фінансового ринку потрібно пам’ятати, що якщо зрушення у змінах попиту на гроші будуть спричинені винятково зростанням цін, то будь-яке збільшення грошової пропозиції “розкручуватиме” інфляційну спіраль, а відтак метою грошово-кредитної політики в цьому випадку буде підтримка грошової маси, що знаходиться в обігу, на певному фіксованому рівні. Крім того, кон’юктурний ріст цін на відповідні активи, зумовлений придбанням цінних паперів центробанком на відкритому ринку, може загрожувати появою ефекту витіснення приватних інвестицій державним боргом, коли створений Національним банком України попит на відповідні фінансові інструменти може знизити привабливість інших напрямів розміщення грошових ресурсів, зокрема через банківське кредитування реального сектору, як це вже мало місце на ринку ОВДП в Україні у 1997–1998 рр. Тому реалізація експансіоністського спрямування політики відкритого ринку вимагає обережності і точного прогнозування вірогідних наслідків не лише для поточної динаміки грошових агрегатів, а й середньо- і, у міру можливості, довгострокових результатів зміни ціни на фінансові активи, а відтак і кредитної активності банківської системи щодо реального сектору.

Мінімальні обов'язкові резерви

Щодо такого важливого інструмента грошово-кредитної політики, як мінімальні обов'язкові резерви, то він є найбільш потужним, проте достатньо грубим механізмом впливу центрального банку на грошову сферу, оскільки охоплює основи всієї банківської системи, а навіть незначна зміна норми обов'язкових резервів здатна викликати крупномасштабні зміни в обсягах банківських резервів і через дію мультиплікатора грошової маси призвести до істотних зрушень у кредитній політиці комерційних банків. В історичному аспекті мінімальні обов'язкові резерви розглядалися центральними банками як економічний інструмент грошово-кредитної політики, головним завданням якого є забезпечення належного рівня ліквідності комерційних банків у разі масового вилучення депозитів, запобігання неплатоспроможності банків і тим самим забезпечення захисту інтересів його клієнтів, вкладників і кредиторів.

Утім, нині зміна норми мінімальних обов'язкових резервів для комерційних банків використовується як найбільш простий інструмент, що придатний для швидкого налаштування грошово-кредитної сфери і слугує дієвим засобом антициклічної та антиінфляційної політики центрального банку. Так, у разі зниження норми обов'язкових резервів відбувається збільшення розмірів вільних ліквідних активів комерційних банків, розширюючи їхні можливості щодо проведення ними кредитних операцій. Підвищення ж нормативу обов'язкового резервування, навпаки, зменшує ці можливості банків, а відтак і пропозицію грошей в обігу. На практиці ця залежність виявляється у тому, що збільшення або зменшення норми обов'язкових резервів має безпосередній вплив на збільшення або зменшення обсягів сформованих банками відповідно до цих резервних вимог сум коштів, що збері-

гаються на кореспондентських рахунках в центральному банку, які, у свою чергу, позначаються на зменшенні або збільшенні вільної ліквідності банків.

Тому, якщо інші інструменти грошово-кредитної політики використовуються у міру необхідності, залежно від ситуації, що складається на грошовому ринку, мінімальні обов'язкові резерви є інструментом постійної дії, що має довгострокові і не завжди очікувані і добре прогнозовані наслідки для ситуації у фінансовому секторі економіки.

Саме у зв'язку із цим при використанні цього інструмента спостерігається загальносвітова тенденція зменшення розміру резервних вимог, а також їх повна відміна в окремих країнах, де обов'язкові резерви розглядались як свого роду податок, що збільшує вартість кредитних ресурсів і зменшує конкурентоспроможність комерційних банків порівняно із іншими інститутами фінансового ринку, на яких вимоги із формування обов'язкових резервів не поширюються. Показовим у цьому відношенні є, зокрема, досвід таких країн, як Канада, Великобританія, Нова Зеландія, Австралія [3, 114–115].

В Україні мінімальні обов'язкові резерви попри певне зменшення їхньої ролі у макроекономічному регулюванні і здійсненні монетарного впливу на економіку, виявом чого може слугувати зменшення норм обов'язкового резервування (табл. 2), все ще залишаються одним із головних інструментів грошово-кредитної політики, регулювання кон'юнктури грошового ринку та впливу на ліквідність банківської системи.

Нині норматив обов'язкового резервування за коштами в національній валюті знижено до нуля, що було здійснено Національним банком України з метою посилення привабливості проведення комерційними банками активно-пасивних операцій саме в національній валюті. Водночас необхідно зазначити, що Національний банк України у

Таблиця 2

Зміни нормативів мінімальних обов'язкових резервів, встановлених Національним банком України для комерційних банків*

| Термін запровадження | За строковими депозитами підприємств та домашніх господарств | | За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу підприємств та домашніх господарств | | За коштами, залученими банками від банків-нерезидентів та інших фінансових корпорацій-нерезидентів |
|-------------------------|--|--------------------|---|--------------------|--|
| | у національній валюті | в іноземній валюті | у національній валюті | в іноземній валюті | |
| 01.10.2004 - 24.12.2004 | 7 | 7 | 8 | 8 | – |
| 25.12.2004 - 31.08.2005 | 6 | 6 | 7 | 7 | – |
| 01.09.2005 - 09.05.2006 | 6 | 6 | 8 | 8 | – |
| 10.05.2006 - 31.07.2006 | 4 | 4 | 6 | 6 | – |
| 01.08.2006 - 30.09.2006 | 2 | 3 | 3 | 5 | – |
| 01.10.2006 - 04.12.2008 | 0,5 | 4 | 1 | 5 | – |
| 05.12.2008 - 04.01.2009 | 0 | 3 | 0 | 5 | – |
| з 01.02.2009 | 0 | 4 | 0 | 7 | 2 |

* Складено на основі [2].

2010 р. посилив вимоги щодо формування комерційними банками обов'язкових резервів через запровадження механізму перерахування повного обсягу резервів на окремий рахунок у Національному банку. А ще безпосередньо перед розгортанням фінансової кризи (з 20.11.2007 р.) ввів до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, коштів, залучених комерційними банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів. Це було пов'язано із необхідністю в умовах наростання тенденцій до заміщення депозитної ресурсної бази комерційних банків іноземними запозиченнями посилення ролі мінімальних обов'язкових резервів у регулюванні дисбалансів, що виникли між активними і пасивними операціями банків шляхом включення до бази резервування коштів, залучених комерційними банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів.

А із початком фінансової кризи було встановлено, що банки здійснюють обов'язкове резервування коштів з урахуванням касових залишків коштів у національній валюті та облігацій внутрішньої

державної позики, строк погашення яких припадає на звітний календарний рік. Отже нині обов'язковому резервуванню підлягають усі залучені банком кошти, які обліковуються на поточних, вкладних (депозитних) рахунках юридичних та фізичних осіб, а також залучені кошти, що належать юридичним і фізичним особам та відображені в балансі банку на інших рахунках.

Очевидно, що політика Національного банку України із використання мінімальних обов'язкових резервів в якості інструмента монетарного регулювання у подальшому має бути спрямована на покращення структури ресурсної бази комерційних банків, її розширення шляхом стимулювання або обмеження тих чи інших депозитних операцій та активізації на цій основі кредитної діяльності банків задля надходження коштів до реального сектору. При цьому з метою мінімізації рівня ризиків, пов'язаних із погіршенням якості кредитних портфелів комерційних банків, Національному банку України потрібно здійснити всебічну, комплексну оцінку існуючих тенденцій до зростання обсягів прострочених кредитів за всіма категоріями позичальників, особли-

во за найбільш проблемними напрямками кредитування. Відтак центральному банку спільно із комерційними банками потрібно розробити план дій щодо надання можливості із реструктуризації заборгованості позичальників, якщо вони можуть обслуговувати проценти за кредитами, з відповідною підтримкою ліквідності цих банків, в тому числі і шляхом розгляду можливостей запровадження щодо таких банків диференційованих нормативів мінімальних обов'язкових резервів.

Валютна політика

Інший важливий аспект реалізації завдань щодо макроекономічної стабілізації є проведення центральним банком ефективної валютної політики, що має вирішальний вплив на розвиток реального сектору з урахуванням рівня відкритості національної економіки та масштабів її інтеграції у світове господарство. За таких обставин макроекономічне регулювання у сфері валютних відносин має охоплювати два найважливіші завдання: по-перше, стабільність обмінного курсу національної валюти як ключового економічного індикатора і "номінального якоря" монетарної політики; по-друге, обмеження можливостей отримання комерційними банками доходів спекулятивного характеру на валютному ринку задля спрямування коштів на збільшення кредитування реального сектору, включаючи довгострокове кредитування, а також кредитування населення як фактора стимулювання приватного споживчого попиту, а відтак і економічного зростання.

Щодо першого завдання, то забезпечення стабільності національної валюти є одним із пріоритетних стратегічних завдань грошово-кредитної політики центрального банку у всій системі заходів із макроекономічного регулювання, позаяк недовіра до грошової одиниці даної країни підриває засадничі принципи розширеного відтворен-

ня через інвестування в основний капітал, не кажучи вже про неможливість ефективно організації поточної господарської діяльності і підриєв стимулів до заощадження коштів як джерела інвестицій в реальний сектор. А невизначеність перспектив зміни обмінного курсу гривні буде і надалі виступати фактором високого рівня валютних ризиків для суб'єктів господарювання, створюючи умови для підвищеного попиту на іноземну валюту та сприяючи відтоку коштів із банківської системи. Тому відмова від чітких орієнтирів щодо забезпечення стабільності обмінного курсу гривні в якості "номінального якоря" монетарної політики ускладнить її антиінфляційну спрямованість, позаяк цінова політика більшості виробників товарів і послуг на внутрішньому ринку орієнтована на курс гривні щодо долара США, визначаючи відповідну цінову динаміку. Для цього існують як об'єктивні причини (ціни на енергоносії, сировину, комплектуючі та інші імпортні товари), так і суб'єктивні, пов'язані із порівняно тривалим використанням Національним банком України саме обмінного курсу (а не темпів інфляції) як головного макроекономічного орієнтира для грошово-кредитної політики.

У цьому контексті заходи зі стабілізації обмінного курсу на валютному ринку мають передбачати насамперед запобігання необґрунтованому зростанню попиту на іноземну валюту задля недопущення девальваційного тиску на гривню, що негативно позначатиметься не лише на інвестиційному кліматі, а й на макроекономічній ситуації загалом. Зокрема, можуть розглядатися можливості реалізації таких заходів, як: запровадження обов'язкового продажу валютної виручки експортерами; заборона на видачу кредитів в іноземній валюті позичальникам банків, що не мають валютних джерел доходів; обмеження можливостей збільшувати процентні став-

ки за банківськими депозитами в іноземній валюті; зведення до мінімуму практики надання державних гарантій за зовнішніми кредитами, залученими підприємствами; посилення контролю за своєчасним поверненням валютної виручки; запровадження обмежень на величину відкритої валютної позиції для небанківських інститутів фінансового ринку та суб'єктів господарювання нефінансового сектору.

Потрібно визнати, що забезпечення стабільності обмінного курсу гривні за нишніх посткризових умов розвитку найбільшою мірою відповідає економічним інтересам нашої країни. Висока залежність вітчизняної економіки від експорторієнтованих виробництв та загроза відтоку короткострокових капіталів вимагає від центрального банку дотримання режиму таргетування саме валютного курсу.

Щодо другого завдання, то потрібно розуміти, що передчасне вжиття заходів із лібералізації валютного ринку за умов наявності у комерційних банків значного обсягу ліквідних ресурсів імовірно спроможне посилити спекулятивну складову організації валютних відносин. Так, наприклад, Національний банк України своєю постановою № 111 від 13.04.2011 р. [4] вніс зміни до порядку торгівлі іноземною валютою, дозволивши банкам проводити операції на умовах своп уже з 30 травня поточного року, визначивши, що комерційні банки мають право здійснювати між собою валютні операції на умовах своп з купівлі-продажу іноземної валюти 1-ої групи класифікатора і з обміну іноземної валюти в межах 1-ої групи класифікатора. Тобто йдеться про операції, що передбачають купівлю (продаж, обмін) іноземної валюти зі зворотним її продажем (купівлею, обміном) в майбутньому на фіксованих умовах (за курсом, обсягом, датою зарахування на рахунок). І якщо у розвинутих країнах валютні опе-

рації на умовах своп активно використовуються банками для страхування валютних ризиків, то вітчизняна практика укладання угод на міжбанківському валютному ринку може надати широкі можливості для негативного впливу курсових коливань через укладення строкових валютних угод саме через спекулятивний механізм отримання прибутку від таких операцій.

Потрібно також зазначити, що Національний банк України скасував торговельні обмеження на валютні операції комерційних банків, запроваджені саме для запобігання спекулятивним атакам на курс гривні в період кризових явищ і недопущення розхитування ситуації через надмірний вплив на ринок ліквідних ресурсів. Так, якщо раніше банківські установи могли виходити із заявкою на міжбанківський валютний ринок протягом одного робочого дня лише у якості або тільки продавця, або тільки покупця валюти, то відтепер банкам буде дозволено виступати одночасно і покупцем, і продавцем. При цьому комерційні банки отримують право здійснювати власні операції в межах встановлених лімітів відкритої валютної позиції. Цілком очевидно, що такі зміни не сприятимуть стабілізації ситуації на валютному ринку, поки умови і можливості кредитування реального сектору не забезпечуватимуть ефективне розміщення наявних у банків грошових ресурсів. Як наслідок, зазначені лібералізаційні зміни у валютному регулюванні Національного банку призведуть лише до того, що комерційні банки будуть мати можливість подавати більше заявок на придбання іноземної валюти незалежно від потреб їхніх клієнтів, тим самим підриваючи і без того достатньо крихку стабільність на валютному ринку і сприяючи девальваційному тиску на гривню. І за подібних обставин Національному банку України доведеться регулярно виступати активним гравцем на валютному

ринку, витрачаючи офіційні золотовалютні резерви задля нівелювання спекулятивного тренду, поява якого може бути пов'язана виключно із бажанням комерційних банків перетворити наявні у них вільні ресурси на іноземну валюту.

Очевидно, що задля уникнення різких коливань обмінного курсу гривні і недопущення її безпідставної девальвації Національному банку України у процесі прийняття рішень щодо лібералізації операцій на валютному ринку слід обережніше і виваженіше підходити до розширення можливостей комерційних банків здійснювати валютообмінні операції для власних потреб без об'єктивного зв'язку із умовами зовнішньоекономічної діяльності їхніх клієнтів. Лібералізація валютного ринку, поза сумнівом, необхідна, проте її строки можуть бути більш диференційованими і тривалішими стосовно конкретних результатів подолання наслідків кризових явищ на фінансовому ринку як в Україні, так і в світі.

Таким чином, обґрунтування перспектив оптимізації основних інструментів проведення грошово-кредитної політики має бути спрямоване на визначення принципів її реалізації у середньостроковій і довгостроковій перспективі, головним серед яких має бути посилення відтворювального потенціалу фінансового сектору економіки загалом і банківської системи зокрема, що має відображати активізацію її ролі не лише у подоланні наслідків світової фінансової кризи, а й стимулюванні модернізації й інноваційного розвитку економіки України. Саме тому пропозиції з удосконалення механізму застосування основних інструментів монетарної політики покликані передусім посилити результативність передавального механізму монетарного регулювання та його впливу на економіку. Адже за обставин, коли вибір інструментів та методів грошово-кре-

дитної політики залежить від того, що є пріоритетним її об'єктом: попит або пропозиція грошей, процентна ставка або кількість грошей, потрібно чітко усвідомлювати, що низька дієвість впливу процентних ставок на кон'юнктуру грошового ринку об'єктивно спонукатиме Національний банк на даному етапі економічного розвитку спрямовувати зусилля на зміну динаміки кредитних вкладень і грошових агрегатів із тим, щоб необхідні ресурси надходили до реального сектору. Водночас потрібно усвідомлювати, що обрання виключно експансіоністської стратегії поведінки Національного банку може істотно обмежити його гнучкість при реалізації грошово-кредитної політики. Адже у разі, коли ціллю монетарного регулювання обиралося підтримання цінової стабільності, то центральний банк за допомогою відповідних інструментів грошово-кредитної політики має більш широкі можливості обмежувати обсяги кредиту в економіці і разом із тим регулювати зростання цін на фінансові активи. Коли ж пріоритетною метою грошово-кредитної політики є стимулювання сукупного попиту, а відтак і забезпечення економічного зростання, то можливості впливу на ці показники у центральних банків виявляються вкрай обмежені. Тому попри необхідність активізації впливу кредитних ресурсів, мобілізованих у фінансовому секторі економіки, на її реальний сектор, подолання рецесії і стимулювання виробничого зростання, обирати конкретні механізми використання відповідних інструментів грошово-кредитного регулювання і їх застосовувати потрібно вкрай обережно, пам'ятаючи про недостатню розвинутість інституційних засад організації фінансового ринку в Україні і недостатньої дієвості передавальних імпульсів впливу монетарного регулювання на реальний сектор.

Література

1. Фетисов Г. Монетарная политика России: цели, инструменты и правила // Вопросы экономики. – 2008. – № 11. – С. 4--24.
2. Бюлетень Національного банку України. – 2011. – № 4 (217). – 187 с.
3. 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.
4. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України // Постанова Правління НБУ № 111 від 11.04.2011 р.
5. Центральний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. проф. А. М. Мороза, доц. М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.
6. Хансен Э. Денежная теория и финансовая политика: Пер. с англ. – М.: Дело, 2006. – 312 с.