

Запаранюк Т.

СТРАТЕГІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Розглянуто особливості реалізації Національним банком України грошово-кредитної політики безпосередньо перед початком та в період розгортання світової фінансової кризи. Обґрунтовано шляхи формування стратегії монетарного регулювання економіки України, пов'язані з визначенням його оптимальних цілей та інструментів: процентної політики, рефінансування і валютних обмежень.

Ключові слова: монетарна політика, рефінансування, інфляція, комерційні банки, валютний курс, фінансова криза, валютні обмеження.

Процеси глобалізації та світова фінансова криза, що позначилася на динаміці економічного розвитку практично всіх країн світу, виявили ті якісні зміни зовнішнього середовища, які безпосередньо впливають і на монетарну політику кожної країни. Передумови розвитку кризи у нашій країні,

що пов'язані як із глобалізацією, так і з внутрішніми чинниками трансформаційних змін у національному господарстві останнього періоду, визначають *актуальність дослідження* особливостей процесу реалізації грошово-кредитної політики Національним банком України як одного з ключових елементів загального механізму державного впливу на економіку.

Зростання ролі фінансового ринку, збільшення транскордонних потоків капіталів та розширення фінансового інструментарію визначають необхідність *окреслення проблеми* пошуку оптимальної стратегії реалізації монетарної політики в Україні як важливого засобу впливу фінансового сектору господарства на реальний сектор, а відтак обґрунтування шляхів подолання кризових явищ в економіці. Розв'язання даної проблеми визначає її *зв'язок із важливими практичними завданнями*, що мають бути в основі державної стратегії подолання економічної кризи в Україні й забезпечення стабільного розвитку національного господарства на довготривалу перспективу.

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано розв'язання даної проблеми, характеризує широкий спектр робіт провідних вітчизняних і зарубіжних економістів із приводу необхідності удосконалення грошово-кредитної політики центрального банку. Дані пропозиції відображені у працях таких фахівців, як А. Гальчинський, В. Геєць, В. Міщенко, О. Дзюблюк, В. Стельмах, А. Гриценко, Т. Кричевська, Р. Міллер, Д. Ван-Хуз та ін. Проте *нерозв'язаними частинами проблеми* залишається пошук конкретних шляхів формулювання оптимальної стратегії монетарного регулювання економіки в період кризових явищ на світових фінансових ринках та економічної кризи в Україні.

Основною метою статті є розроблення науково обґрунтованих пропозицій щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики в Україні та формулювання основних засад стратегії монетарного регулювання економіки на основі оцінки взаємозв'язків макроекономічних змінних за інструментами грошово-кредитного впливу центрального банку на економіку в період фінансової кризи.

Особливості розвитку економіки України в період світової фінансової кризи висувають нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у необхідності зміщення акцентів із експортної орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку. Грошово-кредитна політика Національного банку України як складова частина економічної політики країни має забезпечити відповідне монетарне підґрунтя для подолання кризових явищ через активізацію кредитної діяльності банківської системи, забезпечення стійкості національної валюти впродовж довготермінового періоду, що є необхідними умовами стабільного соціально-економічного розвитку.

Стосовно стійкості національної валюти, то вона має дві складові: зовнішню (курсову) та внутрішню (інфляційну) [4, 27]; в кількісному вимірі показник індексу споживчих цін за 2005–2009 рр. мав тенденцію до зростання і становив, відповідно, 10,3, 11,6, 16,6, 22,3, 12,3%, що перевищувало прогнозований показник інфляції, передбачений Основними засадами грошово-кредитної політики НБУ. Як показала практика, одночасне виконання всіх прогнозованих індикаторів грошово-кредитної політики в Україні було неможливим. Це зумовлено тим, що зазначені показники виявилися несумісними, оскільки їхнє одночасне досягнення потребувало застосування різноспрямованого інструментарію і заходів центрального банку для регулювання грошово-кредитного ринку. Зокрема, в умовах чинного в Україні валютного режиму, що базувався на «прив'язці» курсу гривні до долара США, відкритості української економіки і значних надходжень іноземного капіталу, Національний банк для підтримки курсової стабільності був змушений проводити валютні інтервенції з купівлі валюти, що позначалося на зростанні грошової маси та перевищенні запланованого інфляційного показника [7, 309]. Ситуація істотно ускладнилась із початком світової фінансової кризи, що супроводжувалася значними зовнішніми ціновими шоками, різким зниженням рівня доходів і внутрішнього попиту, економічним спадом, девальвацією національної грошової одиниці, кризою ліквідності банківського сектору. Як справедливо зазначав В. Геєць, «нині українська економіка опинилася у подвійній пастці власної та світової фінансової криз» [2, 15].

Тому змінні індикатори грошово-кредитної політики не можуть відігравати роль її цілей, оскільки кожен із них для досягнення встановленого значення потребує відповідної до конкретних умов зміни інших, які відіграють у такому випадку роль інструмента досягнення мети [3, 10]. Ураховуючи це, прогнозні показники монетарної сфери сукупно не можуть бути показниками, за якими можна оцінити ефективність грошово-кредитної політики через неможливість їхнього одночасного виконання в умовах, що склалися в нашій країні. Розв'язання зазначеної проблеми потребує обґрунтування цілісної стратегії монетарної політики в Україні у період кризових явищ на фінансовому ринку та конкретизації в чинній законодавчій і нормативній базі цілей монетарної політики та кількісних показників, що характеризували б її досягнення.

Доцільно зазначити, що заходи монетарної політики Національного банку, які передували початку фінансової кризи в Україні, були спрямовані на нівелювання зовнішніх ризиків, зокрема: посилення пруденційних нормативів діяльності комерційних банків (у т. ч. в частині вимог адекватності капіталу); розширення можливості банків із підтримки їх ліквідності, у т. ч. через збільшення переліку можливої застави, яку беруть під за-

безпечення в разі надання кредитів рефінансування; проведення процентної політики, що була спрямована на стимулювання заощаджувальної активності населення; нарощування валютних резервів, які надалі дали змогу збалансувати попит і пропозицію на іноземну валюту в період загострення фінансової кризи.

Зазначені дії Національного банку певною мірою забезпечили стійке підґрунтя для протидії кризовим явищам як в економіці, так і у фінансовій сфері. Однак у жовтні 2008 р. в Україні розпочалася фінансова криза, що була зумовлена наступними основними чинниками:

- 1) доступ до зовнішнього фінансування внаслідок загострення ситуації на світових фінансових ринках був суттєво обмежений;
- 2) виникла напружена ситуація щодо діяльності окремих великих банків, що спровокувало посилення недовіри вкладників до банківської системи в цілому та вплив коштів із банківських депозитів;
- 3) кошти, що їх вилучали з депозитних рахунків банків, перетворювали у готівкову форму й частково спрямовували на готівковий валютний ринок, а це зменшувало кредитний потенціал банківської системи;
- 4) погіршення ситуації на зовнішніх фінансових і товарних ринках зумовлювало скорочення пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку через зменшення обсягів її надходжень на рахунки українських резидентів [4, 23].

Дані чинники, своєю чергою, зумовлювали зменшення довіри між банками, погіршення ліквідності як окремих банків, так і банківської системи в цілому, додатковий тиск на споживчі ціни й на обмінний курс гривні. Тому реалізація монетарної політики Національного банку в цей період визначалася завданнями зі забезпечення своєчасності проведення банками розрахунків, недопущення впливу коштів із банківської системи й збалансування ситуації на валютному ринку. Крім того, Національний банк лібералізував вимоги до формування банками обов'язкових резервів, а також розширив можливості банків із підтримки ліквідності через механізми рефінансування. Були застосовані додаткові механізми рефінансування банків на основі програм фінансового оздоровлення та у випадку суттєвого зменшення термінових депозитів, які передбачали ширший перелік можливої застави та оперативнішу процедуру ухвалення рішень. Також для збільшення довіри вкладників до банківської системи Національний банк перерахував 1 млрд. грн. для поповнення Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, що дало змогу збільшити максимальну суму відшкодування до 150 тис. грн. А задля нормалізації ситуації на валютному ринку Національний банк ужив такі заходи, як посилення механізмів банківського контролю за операціями клієнтів із репатріації за межі України іноземних інвестицій, обмеження права банків здійснювати арбітражні

операції з купівлі та продажу іноземної валюти, запровадження інтервенцій через механізм валютних аукціонів, унесення змін до порядку курсоутворення, згідно з якими офіційний курс гривні до долара США треба визначати на рівні курсу, встановленого на міжбанківському валютному ринку України.

Згадані заходи монетарної політики Національного банку України створили підґрунтя для стабілізації ситуації на валютному ринку, поступового відновлення довіри до банків із боку населення, зниження інфляційного тиску та формування на цій основі передумов для подолання кризи і подальшого відновлення економіки.

Разом із тим, якщо вести мову про довготермінову стратегію, спрямовану на відновлення докризових темпів економічного розвитку, то потрібно розуміти, що внутрішні чинники відновлення економічного зростання досі залишаються слабкими через повільне здійснення структурних реформ в економіці. Свідченням цього є низька інвестиційна активність суб'єктів господарювання. А щодо підтримання стабільності національної грошової одиниці, вираженням чого стало суттєве зменшення темпів інфляції у 2009 р. порівняно з 2008 р. – із 22,3% до 12,3%, то слід пам'ятати: отримані результати пов'язані не лише з результатами реалізації відповідної стратегії грошово-кредитної політики Національного банку, зокрема в частині стабілізації ситуації на валютному ринку та припинення впливу коштів населення з банків, а й із дією низки кон'юнктурних чинників, зокрема таких, як: звуження сукупного попиту, спричиненого зменшенням прибутковості підприємств і доходів населення на основі низької кредитної активності банків; високим урожаєм в Україні, завдяки чому вдалося забезпечити порівняно низькі темпи зростання ціни на продовольчі товари (5,2% порівняно з 21,6% у 2008 р.); перенесення термінів підняття адміністративних цін в умовах зниження реальних доходів населення, що призвело до суттєво нижчих від їх економічно обґрунтованого рівня тарифів на житлово-комунальні послуги. Та навіть попри це споживча інфляція не знизилася до рівня, котрий вимірюється однозначним числом. Так трапилося насамперед унаслідок здійснення незбалансованої бюджетної політики, що впливала на інфляцію як прямо (значний обсяг бюджетного дефіциту), так і через генерування негативних інфляційних очікувань. А зменшення інфляції за рахунок зниження життєвого рівня населення не можна вважати прийнятним результатом економічної політики, це формує ризики для економічного розвитку на майбутнє.

За таких обставин стратегія монетарної політики Національного банку України в умовах світової фінансової кризи має передбачати в арсеналі інструментів грошово-кредитного регулювання ефективні та гнучкі механізми, що дали б змогу, з одного боку, ефективно реагувати на ситуацію

та уникати глибоких фінансово-економічних криз, а з іншого – забезпечували б достатньо надійний спосіб підтримання фінансової стійкості банківської системи, уникнення кризи ліквідності та доступ реального сектору до кредитних ресурсів, що є необхідною умовою уникнення значного спаду виробництва.

Потрібно розуміти, що вплив світової фінансової кризи на можливості реалізації стратегічних завдань грошово-кредитної політики в Україні можна розглядати з двох позицій: цілей та інструментів цієї політики. Що стосується цілей політики, то, ймовірно, знову стане актуальним розгляд питання про перехід до режиму інфляційного таргетування. Попри відсутність нині базових передумов для переходу до даного режиму потрібно розглядати передусім можливість реалізації першого етапу такого переходу, пов'язаного зі запровадженням режиму вільного плавання обмінного курсу національної валюти, що є, власне, однією з умов уведення таргетування інфляції.

Разом із тим, в умовах, коли динаміка валютного курсу залежить головним чином від стану платіжного балансу країни, що визначається кон'юнктурою зовнішніх ринків збуту продукції базових галузей промисловості України, а відтак надходженням експортної виручки на внутрішній валютний ринок, подібна зміна режиму означатиме підвищення волатильності та зниження передбачуваності динаміки валютного курсу гривні. У такій ситуації вільне плавання валюти не згладжуватиме, а радше загострюватиме зовнішні шоки, перешкоджаючи диверсифікації національної економіки і реалізації завдання щодо зменшення її залежності від динаміки зовнішньоторгового обороту, особливо при спаді цін на продукцію металургії та хімічної промисловості.

А це означає, що стратегія монетарної політики Національного банку України щодо переходу до вільного плавання обмінного курсу гривні має співвідноситись із диверсифікацією вітчизняної економіки і структури її експорту. Тому, принаймні у середньотерміновій перспективі, активне регулювання валютного курсу з боку НБУ відіграватиме важливу роль із огляду на вплив курсової динаміки на національну економіку. Крім того, намагання за порівняно короткий період знизити інфляцію до рівнів, близьких до розвинених країн, може потребувати здійснення надмірно жорсткої монетарної політики і призвести до негативних наслідків для можливостей відновлення реального сектору.

Що стосується інструментів грошово-кредитної політики, то, аналізуючи досвід центральних банків провідних країн світу, варто передусім розглядати перспективи перенесення акценту з валютних інтервенцій на інструменти процентної політики. Утім, практична реалізація цього завдання потребує подолання низки серйозних труднощів. Адже, як показує

досвід монетарного регулювання в період кризи, зміни ставок рефінансування НБУ не трансформуються сповна у відповідні зміни процентних ставок за кредитами комерційних банків. Справа в тому, що канал передачі сигналів від грошово-кредитної політики, пов'язаний із процентною ставкою, як і раніше залишається недостатньо розвиненим. Для його розвитку потрібні заходи, котрі охоплювали б як завдання з підвищення ефективності роботи фінансового ринку, його інструментів та регулювання, так і вдосконалення системи рефінансування комерційних банків. А відтак ті механізми надання ліквідності банківському сектору, які Національний банк розробляв у міру необхідності, могли б стати ефективним інструментом забезпечення фінансової стійкості банківської системи та недопущення такої кризи ліквідності, як в останньому кварталі 2008 р. Йдеться про підтримання ліквідності банків шляхом надання банкам кредитів овернайт через постійно діючу лінію рефінансування та кредитів рефінансування терміном до 14 і до 365 днів, стабілізаційних кредитів, операцій прямого репо та операцій із обміну іноземної валюти на національну валюту з метою підтримання ліквідності банків (своп).

Що ж до можливостей використання інструментів грошово-кредитної політики як заходів запобігання зовнішньої дестабілізації економіки при перших ознаках цього, то потрібно було б розглянути можливості запровадження валютних обмежень у разі виникнення такої необхідності. Зокрема, на найближчу перспективу для запобігання можливим новим коливанням на валютному ринку було б доцільно, принаймні тимчасово, ввести обмеження на вивезення капіталу з країни, 100%-ний обов'язковий продаж експортної валютної виручки, обмежити розмір відкритої валютної позиції банків. Окрім того, ряд валютних обмежень можна використовувати для зниження ризику виникнення кризових явищ у майбутньому. Адже, використовуючи відповідний інструментарій, можна було б ще перед початком нинішньої кризи уникнути стрімкого нарощування зовнішньої заборгованості корпоративного і банківського секторів економіки України.

Отже, стратегія монетарної політики Національного банку України в період світової фінансової кризи має передбачати формування таких трансмісійних механізмів грошово-кредитного регулювання, які б сприяли підвищенню ефективності його впливу на економіку з урахуванням зовнішніх і внутрішніх ризиків розвитку кризових явищ. Створення цих механізмів дало б змогу перенести центр ваги в наборі інструментів грошово-кредитної політики з валютних інтервенцій на використання процентної ставки через ефективні механізми рефінансування, не форсуючи при цьому формального переходу до режиму інфляційного таргетування. Крім того, в найближчій перспективі для зменшення негативної дії зовнішніх

шоків доцільно повернутися також до практики використання окремих валютних обмежень.

Як висновки з проведеного дослідження необхідно відзначити, що, враховуючи важливість для економічного розвитку України цінової стабільності, Національний банк України в процесі реалізації грошово-кредитної політики, базуючись на середньо- і довготерміновій стратегії, має орієнтуватися на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, ґрунтованого на ціновій стабільності. Однак остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної мети грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, протягом якого Національний банк спрямовуватиме свої зусилля на підтримку як зовнішньої стабільності національної валюти через регулювання обмінного курсу, так і внутрішньої цінової стабільності. У цей період має бути створено низку макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких: макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку зі суб'єктами господарювання і населенням. *Перспективами подальших розвідок у цьому напрямку* має стати дослідження ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України за критерієм досягнення цільових орієнтирів та обґрунтування пропозицій щодо підвищення дієвості трансмісійного механізму, який забезпечує взаємозв'язок між фінансовим і реальним секторами економіки і є механізмом передачі імпульсів інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на економічні параметри.

The features of realization of the National bank of Ukraine monetary policy are examined directly before the beginning and in the period of development of world financial crisis. The ways of forming of strategy of the monetary regulation of Ukraine economy are grounded, related to determination of its optimum aims and instruments: percent policy, refunding and currency limitations.

Keywords: *monetary policy, refunding, inflation, commercial banks, rate of exchange, financial crisis, currency limitations.*

Рассмотрены особенности реализации Национальным банком Украины денежно-кредитной политики перед началом и в период развертывания мирового финансового кризиса. Осуществлена попытка поиска оптимальной стратегии реализации монетарной политики в Украине как важного средства влияния финансового сектора на реальный сектор экономики. Обосновываются пути формирования стратегии монетарного регулирования экономики Украины, связанные с определением его опти-

мальных целей и инструментов: процентной политики, рефинансирования и валютных ограничений.

Ключевые слова: *монетарная политика, рефинансирование, инфляция, коммерческие банки, валютный курс, финансовый кризис, валютные ограничения.*

Література

1. Гальчинський А. С. Теорія грошей: Навч. посіб. – К.: Основи, 1998. – 413 с.
2. Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 5–23.
3. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 7. – С. 8–18.
4. Дзюблюк О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 1. – С. 20–32.
5. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
6. Міщенко В. І., Жак О. П., Попов Д. С. та ін. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, 2006. – 115 с.
7. 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.