

УДК 336.7

I.M. Чирак,

к.е.н., старший викладач кафедри економічної теорії,

Тернопільський національний економічний університет, м. Тернопіль

**Механізм впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової
макроекономічної стабільності в Україні**

I.M. Chyrak,

Ph.D., senior lecturer of the department of economic theory,

Ternopil national economic university, Ternopil

**The mechanism of impact of monetary policy on providing of the long-term
macroeconomic stability in Ukraine**

Анотація

У статті розглянуто проблеми стабільності та стійкості банківської системи України і їх взаємозв'язок із ефективністю монетарної політики. Зокрема, визначено, що складнощі із забезпечення фінансової стабільності в Україні зумовлені суттєвою сегментацією економічної та фінансової систем, подолати яку можна через зміну фінансових пропорцій і перерозподіл фінансових потоків на користь суб'єктів реального сектору економіки. Встановлено, що важливою умовою посилення дієвості монетарних інструментів виступає валютна стабілізація в країні. Зазначено показники, які свідчать про наявність суттєвих загроз для боргової стійкості України. Аргументовано, що досягнення високої ефективності монетарної політики можливе завдяки підвищенню дієвості процентної політики і зростання ролі облікової ставки НБУ. Доведено необхідність проведення більш виважених дій Національного банку щодо регулювання обсягів грошової бази з наданням

цьому процесу контрциклічної спрямованості і врахування динаміки фінансової нестабільності.

Summary

The article deals with problems of stability and firmness of the banking system of Ukraine and their interrelation with the efficiency of monetary policy. In particular, it has been determined that the difficulties in ensuring financial stability in Ukraine caused by significant segmentation of economic and financial systems, which can be overcome by changing the financial proportions and redistribution of financial flows in favor of the subjects of the real sector of the economy. It has been established that currency stabilization in the country is an important condition for strengthening the effectiveness of monetary instruments. It has been marked the Indicators that prove the availability of significant threats to debt firmness of Ukraine. It has been argued that the achievement of a high efficiency of monetary policy is possible due to increased efficiency of interest rate policy and the increasing role of the NBU discount rate. The necessity of implementation of more balanced National Bank's actions to regulate the volume of the monetary base with the provision of this countercyclical process and taking into account the dynamics of financial instability is proved.

Ключові слова: банківська система, монетарна політика, ризики банківської системи, глобальна фінансова нестабільність, макроекономічна стабільність, інвестиційне кредитування, фондовий ринок, фінансова система, золотовалютні резерви, валютна стабілізація, процентні ставки, облікова ставка НБУ.

Keywords: banking system, monetary policy, banking system risks, global financial instability, macroeconomic stability, investment lending, stock market, financial system, gold reserves, currency stabilization, interest rates, NBU discount rate.

Постановка проблеми у загальному вигляді

За умов перманентної фінансової нестабільності монетарна політика Національного банку України повинна спрямовуватися на забезпечення макроекономічної стабільності в Україні. Виявлені зв'язки між монетарною політикою й фінансовою нестабільністю та оцінка ефективності її реалізації в докризовий, кризовий і посткризовий періоди, вказують на необхідність коректування базової макроекономічної моделі Національного банку у напрямку забезпечення довгострокової макроекономічної й фінансової стабільності в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Питанням взаємозв'язку монетарної політики за умов посилення фінансової нестабільності та ролі центральних банків в її стабілізації присвячено праці зарубіжних та вітчизняних вчених: М. Фрідмана, Ф. Кідленда, М. Обстфельда, К. Рогоффа, С. Фішера, Г. Манківа, Ф. Мишкіна, Б. Бернанке, А. Грінспена, Р. Мандела, Г. Камінські, П. Кругмана. О. Барановського, О. Береславської, В. Гейця, А. Гриценка, А. Даниленка, В. Козюка, Т. Кричевської, А. Кузнецової, В. Міщенко, С. Науменкової, Т. Унковської та інших. Однак, незважаючи на те, що проблемі проведення монетарної політики в умовах глобальної фінансової нестабільності приділяється посилена увага, багато питань залишаються без відповіді. Зокрема, в економічній літературі існує недостатня кількість теоретичних та емпіричних узагальнень щодо оцінки ефективності монетарних дій НБУ і обмаль рекомендацій, спрямованих на посилення дієвості механізмів та монетарних інструментів для забезпечення фінансової і макроекономічної стабільності за умов перманентної фінансової нестабільності.

Метою статті є дослідження механізму впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження

Незважаючи на відносно тривалий, більш, ніж двадцятирічний період існування політичної та економічної незалежності української держави, так і не вдалося створити достатньо стабільну і стійку банківську систему та

налагодити ефективну монетарну політику. Хоча у післякризовий період відбулося поступове відновлення стабільності банківської системи України, що значно похитнулася під час кризи, проте, за оцінками рейтингових агентств, вона й досі відноситься до найслабших у світі. Зокрема, агентством кредитних рейтингів Standard's & Poor's на підставі оцінки ризиків банківської системи (BICRA) банківську систему України віднесено до найслабшої десятої групи через наявність наступних чинників ризикованості банківської діяльності:

- високої концентрації виданих кредитів і значних обсягів простроченої заборгованості;
- посилення залежності банківської системи від стану державного бюджету внаслідок різкого зростання в її портфелі цінних паперів, насамперед, частки державних цінних паперів;
- нестабільність і обмеженість ресурсної бази через ризики швидкого відпливу вкладів;
- необхідності сплати значних обсягів короткострокової заборгованості;
- відновлення тенденції до доларизації банківських депозитів;
- недостатній рівень прибутковості банків через низьку якість активів;
- нерозвиненість фінансових інструментів хеджування та страхування ризиків і похідних фінансових інструментів [1].

В сучасний період, за умов наростання глобальної фінансової нестабільності, зростає актуальність пошуку шляхів підвищення дієвості впливу монетарної політики НБУ на забезпечення макроекономічної і макрофінансової стабільності.

З метою підвищення ефективності заходів та інструментів монетарної політики НБУ необхідно, в першу чергу, послабити негативний вплив внутрішніх і зовнішніх чинників на середовище реалізації грошово-кредитної політики в країні. Певними кроками в цьому напрямку можуть бути: удосконалення законодавчого поля діяльності банків із спрямуванням його на посилення захисту прав власності і недопущення рейдерських атак; підвищення рівня координації монетарної політики НБУ і бюджетно-податкової політики уряду з метою запобігання високій кредитній експансії банків, посиленню

інфляційних процесів внаслідок безпідставного нарощування споживчого попиту; відмова від практики втручання органів законодавчої і виконавчої влади у виконання функцій НБУ, що підвищить його операційну незалежність у використанні монетарних інструментів у відповідності до зміни ситуації на грошово-кредитному ринку; запровадження обмежень щодо надання кредитів на купівлю певного переліку імпортованих товарів, що сприятиме імпортозаміщувальному виробництву, покращенню стану платіжного балансу і гальмуватиме нарощування зовнішнього боргу; узгодження щодо руху і витрачання коштів на Єдиному казначейському рахунку уряду, розміщеному в НБУ, для зниження ризиків ліквідності банківської системи; стримування надмірних і ризикових запозичень, особливо короткострокових, та обмеження доларизації споживчих кредитів для недопущення кредитної експансії.

Складнощі із забезпечення фінансової стабільності в Україні зумовлені і суттєвою сегментацією економічної та фінансової систем, подолати яку можна через зміну фінансових пропорцій і перерозподіл фінансових потоків на користь суб'єктів реального сектору економіки за допомогою вирішення таких завдань:

- впровадження механізмів регулювання спрямованості банківських кредитів на інвестиційне кредитування реального сектору економіки;
- прискорений розвиток небанківського сектору, особливо фондового ринку, для усунення диспропорцій у рівнях розвитку окремих секторів фінансової системи;
- формування стабілізаційних механізмів фінансової системи країни для посилення їх ролі як інструменту стимулювання економічного зростання.

Підвищення ефективності використання інструментів управління золотовалютними резервами та дієвості механізму валютних інтервенцій можна досягти не лише за рахунок їх традиційного спрямування на підтримання стабільності національної валюти, але й на використання в якості антициклічного інструменту з метою послаблення фінансової нестабільності.

Важливою умовою посилення дієвості цих монетарних інструментів виступає валютна стабілізація в країні. Досягнення останньої передбачає, по-

перше, перехід від використання штучної «прив'язки» гривні до долара США як антиінфляційного заходу до формування гнучкої динаміки валютного курсу в межах валютного коридору. Дотримання фіксованого курсу за умов посилення глобальної фінансової нестабільності і погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу потребує значних обсягів валютних інтервенцій для недопущення девальвації національних грошей і стримування інфляційних процесів. В кінцевому результаті це призведе до зниження валютних резервів до критичного рівня, неспроможності подальшого підтримування курсу гривні та вимушеного переходу до плаваючого валютного курсу. Тому вважаємо за доцільне в якнайближчій перспективі здійснити перехід від фіксованого до гнучкого обмінного курсу, який має бути наближеним до курсу, що встановлюється на торгах на міжбанківському валютному ринку.

По-друге, необхідність посилення контролю за валютними і фінансовими потоками через кордони України і підвищення зацікавленості в інвесторів у довгострокових ввезеннях капіталу. На переконання багатьох вчених, одним із чинників, що породжують валютні і фінансові кризи, є масштабні спекуляції, пов'язані з рухом капіталу [2], що робить доцільним запровадження валютного контролю і застосування окремих обмежень для стримування дестабілізуючих потоків іноземного капіталу [3]. Особливо гострою ця проблема є для країн з трансформаційними економіками з їх недостатніми макроекономічними та інституційними передумовами для ефективного розподілу і використання значних обсягів іноземних капіталів, а також відсутньою ефективною системою валютно-фінансових важелів гальмування їх впливу. Зокрема, на основі проведеного аналізу встановлено, що припливи неконтрольованого іноземного капіталу в Україні обертаються негативними наслідками, які проявляються в посиленні тиску в напрямку ревальвації національної валюти, яка веде до зниження цінової конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників, погіршення умов торгівлі і втрат від експорту; збільшенні грошової маси в обігу і прискоренні темпів інфляції внаслідок викупу центральним банком іноземної валюти; підживленні внутрішнього кредитного буму і надуванні «бульбашок» цін на активи; надмірному накопиченні зовнішнього боргу і

підвищенні вразливості до валютних ризиків; зменшенні попиту нерезидентів на боргові зобов'язання вітчизняних позичальників і зростанні відсоткових ставок за позиками.

Суттєво зростання як загального, так і державного зовнішнього боргу України за період 2008-2016 рр., невизначена ситуація з рефінансуванням накопичених боргів, підвищення вартості залучення нових позик вимагають зваженого управління зовнішнім сукупним і державним боргом країни. В системі заходів для протидії впливу негативних зовнішніх шоків і для кращого використання внутрішніх ресурсів важливе значення має відводитися політиці державних запозичень і управління зовнішнім боргом з метою недопущення загроз для боргової стійкості України. Адже за оцінками агенції Credit Markets Analysis (CMA), Україна входить до першої десятки країн світу за ймовірністю дефолту, займаючи 6-те місце в рейтингу проблемних боржників після Греції, Кіпру, Аргентини, Пакистану та Венесуели.

Серед показників, які свідчать про наявність суттєвих загроз для боргової стійкості України на теперішній час, можна виділити:

- високі ринкові процентні ставки за довгостроковими державними цінними паперами (єврооблігаціями) України (7,50-9,25 %);
- значні обсяги вилучення валютних ресурсів на зовнішньоборгові виплати всіх секторів економіки (близько 30 % експортної виручки);
- великий обсяг короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України відносно рівня міжнародних резервів України (185 %);
- істотний обсяг державного і гарантованого державного боргу відносно ВВП країни (37,4 %) і поступлень від експортної діяльності (145 %);
- велика частка боргових зобов'язань в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу в сукупному державному боргу країни (64 %).

Вважаємо, що за цих умов боргова політика держави повинна переорієнтовуватись на використання внутрішніх джерел і резервів, оскільки це характерно для переважної більшості країн з низьким і середнім рівнями доходів. Заміщення зовнішніх валютних позик внутрішніми позиками, деномінованими в гривні, зменшить залежність державних фінансів України від

переливів міжнародних капіталів та коливань обмінних курсів і матиме позитивний вплив на фінансову стабілізацію. Для сприяння розвитку гривневих запозичень необхідно вирішити ряд завдань у сфері макрофінансової боргової політики, а саме:

- удосконалити інструментарій державних запозичень з метою активізації попиту на гривневі позики уряду;
- запровадити облігації з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції;
- розробити інструментарій регулювання зовнішніх корпоративних запозичень і запровадити систему обліку умовних зобов'язань держави.

Все це актуалізує дослідження проблеми запровадження в Україні певних обмежень на вільний рух капіталу, особливо боргових потоків, у вигляді «невідшкодованих резервних вимог», «вхідних податків» та інших обмежень з метою підвищення середньої строковості зовнішніх надходжень і зменшення боргових банківських зобов'язань. Зокрема, для стримування припливу боргових потоків в період масового надходження іноземного капіталу в Україну Т. Богдан переконує стягувати «вхідний податок» з диференціацією ставки залежно від строку кредиту або позики з метою подовження строків зовнішніх запозичень при зменшенні їх загальних обсягів [4, с. 16]. Важливими інструментами макропруденційного регулювання і контролю за рухом капіталів можуть бути:

- лімітування суми зовнішньоторгових зобов'язань банківських установ відносно розміру їх капіталу або пасивів з метою зменшення сум зовнішніх запозичень і недопущення внутрішніх кредитних бумів;
- диференціація нормативів обов'язкового резервування для зобов'язань банків у національній та іноземній валютах для гальмування нарощування банківських кредитів в іноземній валюті і зменшення залежності банків від зовнішніх запозичень;
- встановлення більш жорстких лімітів на відкриті валютні позиції для зменшення валютних ризиків, які приймаються банками.

Разом з тим, використання даних інструментів повинно узгоджуватись зі станом поточної ситуації як на внутрішньому ринку, так і зі світовою практикою. Тому політика управління потоками капіталів повинна бути достатньо гнучкою і враховувати зміни на світових фінансових ринках, в русі капіталів, стані платіжного балансу країни та появи нових викликів.

По-третє, стимулювання дедоларизація економіки, насамперед, кредитів, шляхом заборони надання кредитів в іноземній валюті на споживчі товари і обмеження таких кредитів для юридичних осіб, які не здійснюють зовнішньоекономічну діяльність.

Лібералізація ринку капіталів та неконтрольоване зростання обсягів зовнішніх залучень в докризовий період призвели до надлишкової ліквідності банківської системи України і, як результат, до зниження залежності банків від кредитів рефінансування, послаблення їх чутливості до змін у кількісних показниках емісії та процентної політики НБУ. Зовнішні запозичення породили кредитну експансію банків, в результаті якої відбулося надмірне зростання внутрішнього споживчого попиту, насамперед, на товари іноземного виробництва, що призвело до зростання імпорту і погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Одночасно, зовнішні запозичення призвели до нарощування від'ємної чистої зовнішньої позиції банківської системи України та нагромадження в значних обсягах сумнівної і безнадійної заборгованості. Тому важливим чинником вдосконалення механізму монетарної політики вважаємо посилення контролю з боку Національного банку за обсягами зовнішніх запозичень банків та їх використанням.

Підвищення ефективності механізму монетарної політики та його впливу на послаблення фінансової нестабільності можна досягти за рахунок посилення дієвості каналу банківського кредитування в результаті зменшення залежності вітчизняних банків від зовнішніх джерел залучення ресурсів та посилення залежності від операцій рефінансування НБУ, які мають стати більш доступними. Також вважаємо, що з боку Національного банку слід запроваджувати обмеження для комерційних банків щодо обсягів операцій

(особливо обсягів купівлі) на міжбанківському валютному ринку і щодо спрямування ними ресурсів у більш дохідні сегменти, аніж кредитування.

Посилення стимулюючого впливу банківського кредитування на економічний розвиток можна досягти за рахунок покращення використання інструменту обов'язкового резервування та операцій з регулювання банківської ліквідності. Зокрема, для підвищення частки строкових ресурсів (особливо довгострокових) в загальному обсязі кредитного портфеля необхідний диференційований підхід щодо встановлення норм обов'язкового резервування, який враховував би строковість депозитного і кредитного портфелів банків. Підвищення попиту на інвестиційні ресурси може відбуватися під впливом зниження процентних ставок на довгострокові кредити комерційних банків, викликаного зменшенням норм обов'язкового резервування на дані ресурси та наданням на них державних гарантій. Посилити зацікавленість банків у довгостроковому кредитуванні суб'єктів господарювання у реальній економіці можна за рахунок пільгових кредитів рефінансування з боку НБУ при досягненні певної частки довгострокового кредитування в кредитному портфелі банків. Вважаємо, що нарощування обсягів внутрішньої ресурсної бази банків для інвестиційного кредитування може відбутися через підвищення зацікавленості фізичних і юридичних осіб у довгострокових депозитах та зростання рівня довіри до банківської системи, в тому числі, за рахунок додаткових державних гарантій вкладникам банків і зобов'язань на проведення індексацій вкладів у випадках перевищення рівня інфляції величини депозитної процентної ставки. Одночасно доцільно розробити механізми стримування швидкого зростання споживчого кредитування, що гальмуватиме інфляційні процеси за рахунок уповільнення зростання споживчого попиту.

Досягнення більш високої ефективності монетарної політики можливе завдяки підвищенню дієвості процентної політики і зростання ролі облікової ставки НБУ, яка в українських реаліях виступає в якості основної ставки. Як показує практика, низька дієвість облікової ставки породжена її проциклічною спрямованістю під час економічного зростання, підвищенням величини ставки з появою кризових явищ в світі та відсутністю її змін в розпал кризи в Україні.

Вважаємо за доцільне використати досвід центральних банків інших країн, зокрема, європейського Союзу, де під час фінансової кризи офіційні процентні ставки Європейського центрального банку регулярно корегувалися у бік зниження. Невиправданою виявилася і практика використання великої кількості процентного інструментарію з підтримки ліквідності банків зі значною волатильністю ставок і різною строковістю операцій, які не створюють чітких орієнтирів для суб'єктів грошового ринку і роблять процентну політику малопередбачуваною. Враховуючи зазначені недоліки, необхідно впорядкувати чисельність нестандартизованих інструментів і процентних ставок, вдосконалити механізм їх застосування і дотримуватися правила «вузького процентного коридору». Ступінь впливу НБУ на динаміку величини процентної ставки на міжбанківському ринку повинен, перш за все, визначатися станом фінансової нестабільності банківської системи.

Глобальна фінансова криза загострила необхідність переосмислення принципів регулювання діяльності банків, посилила потребу у нових підходах і методах оцінки системних ризиків, створенні контрциклічних норм достатності капіталу та формуванні резервів на покриття можливих збитків, серед яких: розроблення достатньо простих принципів управління ризиком ліквідності, які дозволятимуть інвесторам і органам регулювання адекватно оцінювати рівень ліквідності; вироблення обов'язкового міжнародного стандарту мінімального рівня ліквідності, який дозволить банківській системі вистояти при погіршенні економічної ситуації без значної допомоги зі сторони регулятора або держави; прийняття правила про те, що основна частина ліквідних ресурсів повинна складатися із державних облігацій та інших активів, які мають відносно стійку вартість у кризових ситуаціях; впровадження у практику роздільного управління ліквідністю у національних філіалах міжнародних банківських об'єднань [5, с. 13-14].

Також вважаємо, що недостатньо уваги приділяється сек'ютиризації як одному з найбільш розповсюджених інструментів фінансового ринку, який дозволяє перерозподіляти ризики серед широкого кола його учасників. Адже, як засвідчує практика, надмірне використання сек'ютиризації надто ускладнило

верифікацію надійності значного обсягу похідних цінних паперів. Модельні підходи, за допомогою яких рейтингові агентства оцінювали їх надійність, часто неадекватно визначали ризики, що стало одним із джерел виникнення фінансової кризи. Тому цілком слушною вважаємо пропозицію про «запровадження практики додаткового підвищеного резервування на кожен сек'ютиризований випуск» [5, с. 13].

Одночасно слід зауважити, що ефективність монетарної політики НБУ в значній мірі визначається станом фінансової залежності країни від кон'юнктури світових ринків та її місцем у світовій торгівлі. Послаблення зовнішнього боргового навантаження і залежності від спекулятивного капіталу, збалансування стану платіжного балансу та розширення надходження фінансових ресурсів є важливими чинниками підвищення дієвості монетарної політики. Проте на ці чинники впливає поведінка й інших органів державної влади. Тому створення необхідних умов для довгострокової макроекономічної стабільності за умов глобальної фінансової нестабільності вимагає значних скоординованих зусиль різних органів державного управління і, насамперед, уряду і Національного банку України.

Висновки

На основі проведеного аналізу і оцінки дієвості заходів та інструментів монетарної політики НБУ продовж 2008-2016 рр. нами зроблені певні висновки і вироблені пропозиції щодо підвищення ефективності механізму впливу монетарної політики на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності. Зокрема, вважаємо, за необхідне проведення більш виважених дій Національного банку щодо регулювання обсягів грошової бази з наданням цьому процесу контрциклічної спрямованості і врахування динаміки фінансової нестабільності. Як засвідчує практика, різке нарощування або скорочення обсягів грошової бази НБУ веде до посилення фінансової нестабільності, тому дії регулятора повинні бути виваженими і не призводити до різких коливань в динаміці грошової бази.

Список літератури

1. Проблемы с качеством активов замедляют темп восстановления украинской банковской системы / Standard's & Poor's [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.standardpoors.ru/article.php?pubid=6741&sec=an>.
2. Glick R. and R. Moreno. Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America. Centre for Basic Monetary and Economic Studies working paper PB 99-01, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999.
3. Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy. International Monetary Fund. February 19. – 2009. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>.
4. Береславська О. Дисбаланси валютного ринку України / Олена Береславська // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 3(205). – С. 3–9.
5. Улюкаев А. Глобальная нестабильность и реформа финансовой сферы России. / А. Улюкаев, М. Куликов // Вопросы экономики. – 2010. – № 9. – С. 4–14.

References

1. The problems with the assets' quality slow down the temp of restoration on Ukrainian banking system / Standard's & Poor's (2014) [Online], available at: <http://www.standardpoors.ru/article.php?pubid=6741&sec=an> (Accessed 4 June 2017).
2. Glick R. and R. Moreno (1999), "Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America", Centre for Basic Monetary and Economic Studies working paper PB 99-01, Federal Reserve Bank of San Francisco.
3. Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy (2009), International Monetary Fund. February 19 [Online], available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>.
4. Bereslavs'ka O. (2013), "Disbalances of the currency market of Ukraine", Bulletin of the National Bank of Ukraine, vol. 3 (205), pp. 3-9.

5. Ulyukaev A. and Kulikov M. (2010), “The global instability and the reform of financial market of Russia”, *Questions of the Economy*, vol. 9, pp. 4-14.