

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Олександр ДЗЮБЛЮК

**ГРОШОВО-КРЕДИТНИЙ МЕХАНІЗМ
РЕГУЛЯТИВНОГО ВПЛИВУ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
НА ДИНАМІКУ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ****Резюме**

Розглянуто особливості грошово-кредитного механізму впливу центрального банку на перебіг економічних процесів. Проаналізовано суперечності окремих стратегічних цілей монетарного регулювання та визначено необхідність обрання пріоритетів серед них з урахуванням тих завдань реформування економіки, які ставляться на різних етапах ринкової трансформації. Розглянуто стратегію грошово-кредитного регулювання Національного банку України, яка визначає спрямованість відповідних заходів на підтримання стабільності національної валюти і стимулювання економічного зростання.

Ключові слова

Грошово-кредитна політика, монетизація економіки, інфляція, стратегія грошово-кредитного регулювання, грошова маса, грошова база, обов'язкове резервування, облікова ставка, рефінансування, дефіцит державного бюджету, національна валюта, валютний ринок.

Класифікація за JEL: E51.

© Олександр Дзюблюк, 2007.

Дзюблюк Олександр, докт. екон. наук, професор, завідувач кафедри банківської справи, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Вступ

В умовах розвинутих ринкових відносин грошово-кредитна політика є одним із найважливіших важелів впливу держави на перебіг економічних процесів з метою забезпечення фінансової стабільності та стимулювання виробничого зростання. У той час, коли адміністративні важелі регулювання господарства зводяться до мінімуму, саме грошово-кредитний регулятивний механізм набуває вирішального значення у забезпеченні активного впливу держави на перебіг усіх економічних процесів.

Ефективність грошово-кредитного регулювання вирішальною мірою залежить від адекватності обрання тієї стратегії монетарної політики, яка найбільше відповідає наявним реаліям ринкової трансформації економіки України. Це визначається безпосереднім впливом здійснюваного в країні грошово-кредитного регулювання на всі сфери господарського життя суспільства і формування закономірностей економічного розвитку в перехідний період.

Вихідним моментом для обґрунтування оптимальної стратегії реалізації монетарної політики в умовах трансформаційних змін є визначення її цілей, що в кінцевому підсумку зводиться до проблем оцінки тієї ролі, яку має відігравати центральний банк в економіці. Такими стратегічними цілями є стабільне зростання економіки, низька інфляція і, відповідно, стабільність цін, низький рівень безробіття та рівновага платіжного балансу.

Якщо роль центрального банку обмежується лише забезпеченням стабільності національної грошової одиниці, як це зазначено у чинному законодавстві України [2], то вона далеко не повною мірою розкриває його можливості, особливо як інституції, що виконує важливі соціально-економічні функції. Йдеться передусім про вирішення завдань боротьби з інфляцією та стимулювання економічного зростання і високої зайнятості, що характеризує відтворювальну складову грошово-кредитної політики, яку проводить центральний банк.

1. Стратегія грошово-кредитного регулювання

Формування ефективної стратегії грошово-кредитного регулювання відіграє виключно важливу роль у всій сукупності здійснюваних перетворень, позаяк монетарна політика, визначаючи особливості функціонування грошової сфери економіки, активно впливає на діяльність без перебільшення всіх суб'єктів ринку в усіх галузях і секторах господарства.

Однак при цьому важливою теоретико-методологічною проблемою, яка виникає при визначенні стратегії грошово-кредитного регулювання, є

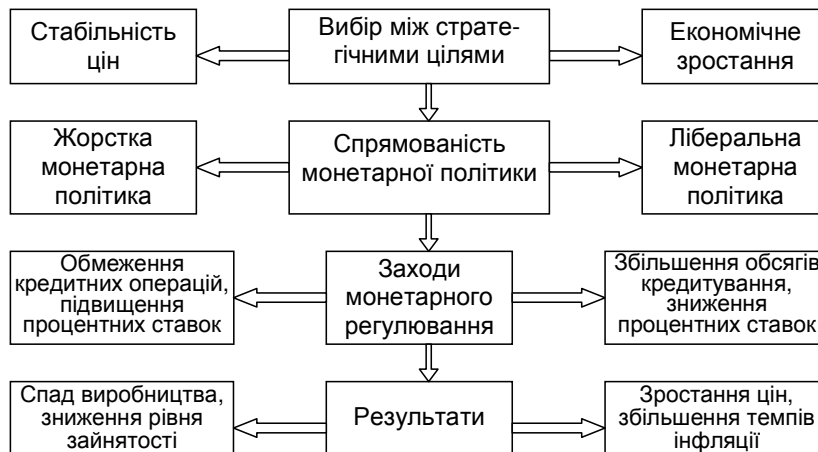
вирішення питання про можливість чи неможливість одночасного досягнення кінцевих цілей регулятивного процесу, причому саме стосовно перехідної економіки. Особливості її розвитку істотно відрізняються від функціонування розвинутої ринкової системи саме відсутністю належних механізмів саморівноваги й регулювання.

Сутність указаної проблеми визначається наявністю протиріч між стратегічними цілями грошово-кредитного регулювання ринкової економіки, що, безумовно, виявляється, причому у більших масштабах, і в економіці перехідного періоду. Зазначені протиріччя позначаються передусім на досягненні таких цілей як низькі темпи інфляції (стабільність цін), з одного боку, та економічне зростання і висока зайнятість, з іншого. Виробниче зростання, збільшення зайнятості та, відповідно, зниження безробіття супроводжується ростом темпів інфляції, оскільки в економіці зменшується обсяг невикористаних ресурсів, а підвищення попиту на останні призводить до зростання цін. В іншому випадку заходи, спрямовані на скорочення державних витрат і грошової маси з метою зниження рівня цін і стабілізації інфляції (при зафіксованій у трудових договорах заробітній платі), знижують прибутки фірм, що спонукає їх до скорочення обсягів виробництва, а відтак і зайнятості.

Суперечливість окремих кінцевих цілей державного регулятивного впливу на економіку змушує центральний банк маневрувати в реалізації грошово-кредитної політики з огляду на стан господарської кон'юнктури і зміну фаз ділового циклу з тим, щоби власними заходами не сприяти посиленню тенденцій ні в «перегріві» економіки, ні в її спаді й, відповідно, не загострювати проблеми надмірної інфляції та зростання безробіття (рис. 1).

Рисунок 1.

Несумісність стратегічних цілей грошово-кредитної політики



В умовах ринкових трансформаційних змін в економіці протиріччя між стратегічними цілями грошово-кредитного регулювання виражені значно більшою мірою, позаяк економічні агенти змушені діяти в особливих умовах, пов'язаних зі слабкістю чи відсутністю базових ринкових інституцій. За таких обставин механізм реалізації монетарної політики має засновуватись на обранні різних його стратегічних напрямів у різні етапи перехідного періоду, що диференціюються між собою з огляду на пріоритетність тієї чи іншої цілі ринкових перетворень загалом.

2. Пріоритети грошово-кредитного впливу на економіку

Обрання пріоритетів грошово-кредитного впливу на економіку має бути безпосередньо пов'язаним із трьома основними напрямками перетворень у процесі становлення ринкового господарства: по-перше, *лібералізацією*, яка зумовлює поступове скорочення державного контролю в усіх сферах господарської діяльності; по-друге, *формуванням ринкових інституцій*, що передбачає зміну форм власності й умов господарювання, створення ринкової інфраструктури, перетворення правової бази, що регулює поведінку економічних агентів; по-третє, *структурним реформуванням економіки*, яке визначає ліквідацію виробництв, продукція котрих не користується попитом і пріоритетний розвиток виробництва споживчих товарів і надання послуг, а також нових сегментів ринку (капіталу, праці, землі тощо).

Цілком очевидно, що реалізація зазначених завдань не може бути здійснена за порівняно короткий термін. Ринкову трансформацію проводять у триваліші терміни, а їхню періодизацію в кінцевому підсумку визначають ті елементи реформ, що мають домінуючий характер на даному етапі. З цієї точки зору весь перехідний період можна поділити на два основні етапи, для кожного з яких мають бути встановлені і свої стратегічні цілі грошово-кредитного регулювання.

На першому етапі перехідного періоду головним завданням є лібералізація економіки, яка виступає вихідним моментом для всіх подальших перетворень, позаяк ринкові умови господарської діяльності неможливо створити без вільного руху цін, обігу товарів і послуг, свободи підприємництва та відкритості економічної системи. При цьому лібералізація цін переводить інфляційні процеси з прихованої форми у відкриту, а в умовах, коли інфляція набуває галопуючих та гіпер-розмірів, без стабільної грошової одиниці економіка приречена на глибоку кризу, оскільки просто відсутні умови для нормальної роботи ринкових інституцій (підприємства, наприклад, не вкладають кошти у розвиток виробництва, оскільки не можуть розраховувати на отримання прибутку в умовах швидкого зростання цін). Зрозуміло, що основною стратегічною метою грошово-кредитного регулювання за таких обста-

вин має бути подолання інфляції, тобто спрямування зусиль на цінову і фінансову стабілізацію.

Після досягнення фінансової стабілізації настає другий етап перехідного періоду, стратегічними завданнями якого є переведення економіки у фазу зростання в міру реалізації необхідних інституційних і структурних перетворень. На відміну від циклічних коливань у розвинутих економічних системах, що пов'язано зазвичай із динамікою сукупного попиту, у перехідній економіці тривалий і глибокий спад часто супроводжується зниженням рівня випуску продукції через значну втрату ресурсів підприємствами (передусім через інфляційне знецінення коштів). А відтак нарівні з відповідною інституційною і структурною політикою для грошово-кредитного регулювання пріоритетність цілей зміщується в бік стимулювання економічного зростання. При цьому одним із ключових елементів регулятивного впливу, спрямованого на збільшення сукупної пропозиції, є забезпечення виробництва необхідними капіталами – процес, у якому лібералізація кредитних відносини відіграє одну з провідних ролей.

Відповідно до обрання вказаних пріоритетів у стратегічних цілях економічної політики на різних етапах перехідного періоду, обираються й адекватні підходи до реалізації грошово-кредитного регулювання. Відповідно до цього, на першому етапі монетарна політика повинна мати обмежувальний характер з тим, щоби приборкати інфляційні процеси, які розгортаються внаслідок лібералізації цін. На другому етапі в міру реалізації необхідних інституційних та структурних перетворень монетарна політика має слугувати вже цілям економічного зростання і стимулювати інвестиційні процеси (рис. 2).

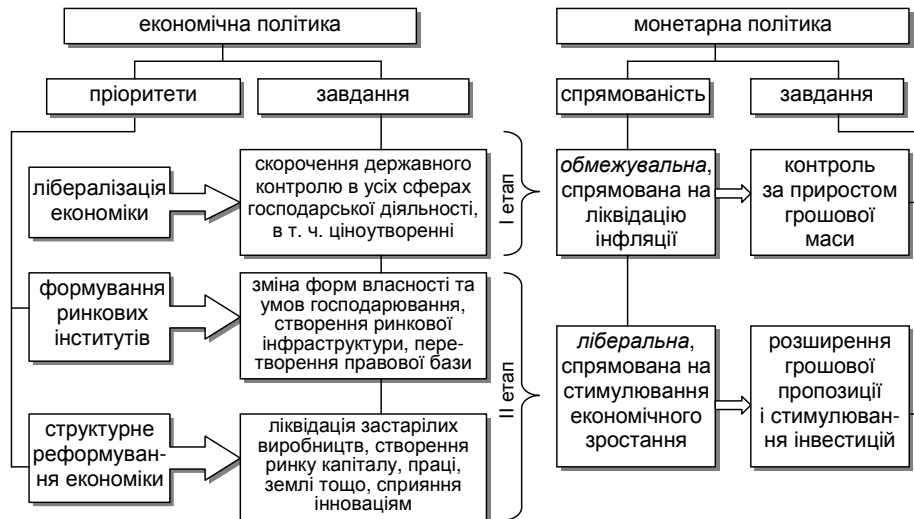
З таких позицій на першому етапі найбільш прийнятною видається жорстка грошово-кредитна політика, позаяк обмеження інфляційних процесів є першою, вихідною умовою стабілізації економіки і подолання виробничого спаду. Річ у тім, що в період високої інфляції розширення грошової пропозиції не може стимулювати приплив капіталів у виробничу сферу і збільшення випуску продукції, а найбільш прибутковим напрямом вкладення коштів стає перерозподільча діяльність. Природно, що за таких обставин реалізація обмежувальної грошово-кредитної політики, спрямованої на ліквідацію інфляційного потенціалу, потребує встановлення доволі жорсткого контролю за приростом грошової маси.

У такому контексті може йтися про застосування рестрикційного підходу до організації грошово-кредитного регулювання, за якого ключовою тактичною метою потрібно вважати стабілізацію грошової маси, а зниження темпів інфляції, у свою чергу, має створити умови для зростання інвестицій, відновлення і поживлення виробництва та ефективнішого вирішення соціальних проблем. З цією метою центральному банку необхідно встановити цільові орієнтири приросту грошової маси за агрегатами та через механізм власних інструментів впливу на грошову базу стежити за їх дотриманням. З цієї точки зору навряд чи можна вважати відповідну політику в нашій країні

монетаристською – у класичному розумінні – як таргетування грошових агрегатів і дотримання монетарного правила, хоча загалом її можна назвати антиінфляційною (особливо після 1995–1996 рр.).

Рисунок 2.

**Обрання пріоритетів монетарної політики
в процесі ринкового реформування економіки**



Загалом же елементи жорсткої грошово-кредитної політики – припинення прямого кредитування центральним банком дефіциту державного бюджету, встановлення процентних ставок за кредитами комерційним банкам вище від рівня інфляції, збільшення нормативів обов'язкових резервів, обмеження рефінансування комерційних банків – призводять до обмеження приросту або ж скорочення грошової бази та, відповідно, позначаються на стані грошової маси і темпах інфляції.

Водночас, якщо за твердженням класичного монетаризму основною кінцевою метою грошово-кредитної політики є стабільність рівня цін, а досягнення стійкого зростання виробництва і повної зайнятості відбувається внаслідок цього автоматично – через тенденцію ринкової системи до самоврівноваження, то для перехідної економіки такий постулат не може бути прийнятним у зв'язку з недостатнім розвитком саморегулювальних механізмів. До того ж монетаристське твердження про те, що інфляція завжди й

усюди є результатом підвищення темпів зростання грошової маси порівняно з темпами зростання реального виробництва, не можна вважати справедливим стосовно початкових стадій реформування економіки в період лібералізації, у процесі якої ще не усунуті структурні диспропорції в господарстві, а ціни не стали інструментом встановлення рівноваги. За таких обставин заходи, спрямовані на обмеження грошової маси в обігу, можуть дати лише тимчасовий позитивний ефект при збереженні інфляційного потенціалу.

А відтак жорстка стабілізаційна політика, пов'язана з обмеженням платоспроможного попиту, не може залишатися незмінною протягом тривалого періоду часу, оскільки нарівні з позитивними моментами (зниження темпів інфляції) вона може мати і певні негативні наслідки, що полягають передусім у значному виробничому спаді та зростанні безробіття (в тому числі прихованого). Загальний спад при цьому переростає у структурну кризу, для якої характерним вже є те, що відмінності у глибині спаду і динаміці виробництва в різних галузях визначаються обмеженнями в попиті.

Таким чином, цінова стабілізація є необхідною умовою припинення спаду матеріального виробництва і відновлення економічного зростання, позаяк вільні грошові кошти стає вигідним вкладати в реальний сектор. Однак умова ця далеко не достатня. У даному випадку йдеться ось про що. Хоча успішна фінансова стабілізація нарівні з початком формування ринкових інституцій і структурної перебудови господарства дає змогу перейти до власне другого етапу перехідного періоду – етапу економічного зростання, необхідна також і переорієнтація грошово-кредитного регулювання на відповідні стратегічні завдання – зростання виробництва та зниження рівня безробіття.

У такому розумінні може йтися передусім про зміну основної тактичної цілі грошово-кредитного регулювання – від жорсткої політики підтримання на певному рівні грошової маси до гнучкої політики регулювання ставки відсотка. Помірна експансія у проведенні грошово-кредитної політики через лібералізацію умов кредитування центральним банком комерційних банків розширює грошову пропозицію на ринку, знижуючи тим самим ціну на кредитні ресурси – процентні ставки, що через зниження вартості капіталу стимулює інвестиційні процеси, а відповідно, веде і до зростання сукупного ВВП. Водночас експансіоністська політика має носити доволі помірний характер з тим, щоб не спровокувати відновлення інфляційних процесів. У кінцевому підсумку за мету такої політики має бути прийнята лібералізація кредитних відносин настільки, щоб полегшити підприємствам реального сектора доступ до необхідних грошових ресурсів.

Таким чином, особливості організації грошово-кредитного регулювання в перехідний період мають відповідати етапам цього періоду та ґрунтуватись на використанні елементів двох різних підходів до обрання стратегічних цілей монетарної політики: подолання інфляції та стимулювання зростання виробництва.

3. Практичні аспекти грошово-кредитного регулювання в Україні

Формування стратегії грошово-кредитного регулювання у якості повноцінного інструмента державної економічної політики є відображенням складного процесу трансформації всього господарства нашої країни на ринкових засадах, що, серед інших завдань, передбачає перехід від суто прямого, адміністративного до переважно опосередкованого впливу на перебіг суспільного відтворення. Тривалість, складність і суперечливість цього процесу зумовлені відсутністю чіткої стратегії та послідовності здійснення практичних заходів із реформування економіки, безпосередньо позначилися і на проведенні монетарної політики.

Зрозуміло, що основою конкретного наповнення грошово-кредитного регулювання є обрання певних його стратегічних цілей. Відповідно до цього, особливості й порядок застосування тих чи інших інструментів регулювання значною мірою залежать від поточного етапу перехідного періоду, на якому певні цілі визначено як пріоритетні. Як уже було зазначено, оптимальним у цьому відношенні видається варіант, за якого початковий етап реалізації монетарної політики, що охоплює власне формування основних інструментів грошово-кредитного регулювання, повинен мати забезпечення цінової стабільності як стратегічну мету, досягнення якої дало б змогу здійснити перехід до другого етапу, зміст регулятивних заходів на якому визначається вже завданням стимулювання економічного зростання.

На практиці в Україні процес реалізації Національним банком грошово-кредитного регулювання від моменту початку ринкових перетворень економіки набув прямо протилежної спрямованості. Тут потрібно наголосити, що стратегічна спрямованість грошово-кредитного регулювання не є раз і назавжди визначеною у законодавчо-нормативних актах [1; 2], а формується у вигляді Основних засад грошово-кредитної політики, які приймають на кожен наступний рік, проте часто не виконують, як заплановано [3].

Ретроспективно вивчаючи досвід проведення в Україні грошово-кредитної політики, можна умовно поділити пройдений шлях на три основних етапи (рис. 3), які розрізняються між собою за ступенем жорсткості та цільовим спрямуванням монетарного регулювання.

Так, на **першому етапі (1992–1995 рр.)** було взято курс на стимулювання розвитку вітчизняного виробництва і підтримання соціальної сфери на рівні, який був встановлений ще за умов адміністративно-командної економіки. Іншими словами, за стратегічну мету грошово-кредитної політики одразу було взято стимулювання економічного зростання без попередньої фінансової стабілізації й приборкання інфляції. Арсенал практичних заходів Національного банку України, що використовувався для досягнення зазначеної мети, за своїм змістом був ще далеким від ринкового, позаяк включав

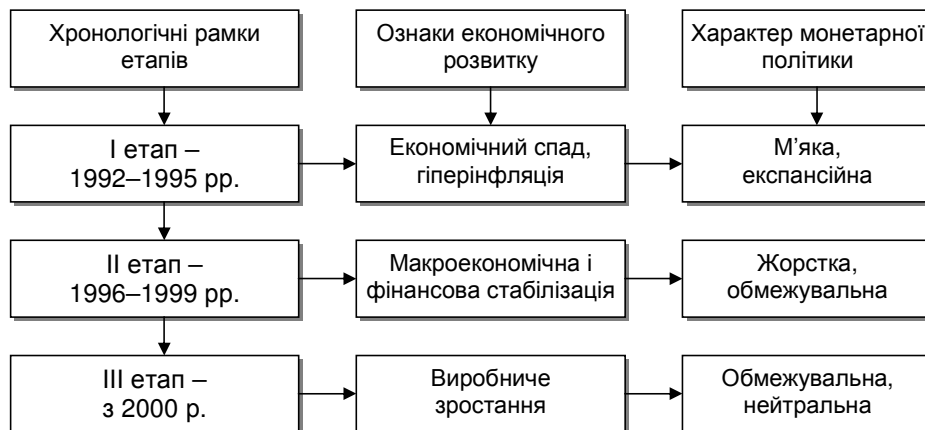
пряме кредитування бюджетних витрат, централізований розподіл кредитних ресурсів, надання пільгових кредитів пріоритетним галузям та окремим державним підприємствам. Застосовувалась практика фінансування Національним банком дефіциту бюджету, яка за своєю суттю була прямим кредитуванням уряду. Результатом такої політики став економічний спад, зниження рівня інвестицій та обсягів товарообороту (табл. 1).

За таких умов реалізація в Україні на першому етапі перехідного періоду протягом 1992–1995 рр. ліберальної грошово-кредитної політики сприяло вливанню емісійних коштів в економіку, які, не маючи адекватного товарного забезпечення, руйнували цінові пропорції та призводили до гіперінфляції.

У результаті «втечі від грошей», які швидко втрачали свою вартість, значні фінансові потоки спрямовувались на валютний ринок, що призводило до різкого зростання обмінного курсу іноземної валюти і знецінення національної. При цьому лібералізація цін не привела до створення надійного підґрунтя для структурної перебудови економіки, позаяк доходи працівників у різних галузях економіки перевищували зростання продуктивності праці. Наявна у той період спіраль «зарплата – ціни» стала потужним генератором інфляційних процесів. Адже головною причиною інфляції завжди є перевищення загальної суми всіх грошових доходів населення над створеною в процесі виробництва загальною сумою вартості товарної маси і платних послуг.

Рисунок 3.

Етапи реалізації грошово-кредитної політики



Таблиця 1

**Економічний розвиток України в 1992–1995 рр.
(I етап реалізації монетарної політики)**

Показники	1992	1993	1994	1995
Реальний ВВП, % до попереднього року	90,1	85,8	77,1	87,8
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	63,1	89,6	77,5	71,5
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	82,0	65,0	86,4	86,1
Індекс споживчих цін, %	2100	10256	501	282
Індекс цін виробників промислової продукції, %	4235	9768	874	277
Дефіцит Зведеного бюджету, % ВВП	–13,8	–5,1	–8,9	–6,6
Облікова ставка НБУ, %	80,0	240,0	252,0	110,0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	76,0	221,1	201,7	107,4
Грошова маса (М3), млрд крб.	2522	48146	321569	692996
Темпи зростання грошової маси до попереднього періоду	11 р.	19 р.	7 р.	213%
Рівень монетизації, %	27,4	17,1	15,4	9,3
Середньорічний курс до долара, крб./дол.	208	4539	31700	147307
Девальвація карбованця щодо долара США, %	–	–1870	–726	–72

Джерело: Бюлетень НБУ.

Експансіоністський характер грошово-кредитного регулювання набув конкретного вираження у зростанні кредитних вливань центрального банку в економіку через бюджет і державний сектор (хоча власне «кредитними» їх назвати важко, враховуючи фактичну безповоротність потоку ресурсів та низьку ефективність їхнього використання). Так, за 1992 р. обсяги кредитів, наданих Національним банком уряду, збільшилися у 34 рази, за 1993 р. – у 7 разів, а за 1994 р. – в 11 разів. Значні кредити було надано також вугледобувній галузі, агропромислового комплексу і на поповнення оборотних коштів підприємств.

Загалом кінцеві результати указаної політики виявилися протилежними до очікуваних. Значне зростання обсягів грошової маси (за 1992 р. – в 11 разів, за 1993 р. – у 19 разів, за 1994 р. – у 7 разів) стимулювало різке зростання цін, індекс яких у відповідні періоди становив 2100%, 10256% і

501%. У кінцевому підсумку кредитна підтримка збиткових підприємств на рівні з надмірним державним споживанням об'єктивно виявили гальмівний вплив на можливості структурної перебудови економіки і розвитку виробництва. Натомість попри величезне зростання грошової маси в обігу в 1993 р. (1928%) наступного року було зафіксовано найбільший за всю новітню історію України виробничий спад – майже 23% [5].

Через інфляцію катастрофічно скорочувались реальні доходи населення, що призвело до майже повного знецінення старих та унеможливило акумулювання нових заощаджень населення, у тому числі депозитів фізичних осіб у банках. Високі темпи інфляції зумовили швидке зростання номінального ВВП, проте це було лише зростання цін при значному скороченні реальних обсягів виробленої продукції. Водночас інфляція майже зруйнувала довіру до національної грошової одиниці та призвела до скорочення попиту на гроші, що зумовило зниження рівня монетизації економіки за цей період майже втричі – з 27% до 9%.

За таких умов підприємства були змушені грошові одиниці замінювати «квазігрошима», що спричинило масштабне застосування бартерних схем розрахунків між підприємствами, взаємозаліків із бюджетом, зростання неплатежів та заборгованості. Посилення недовіри до національної грошової одиниці стало причиною виконання її функцій міри вартості та засобу заощадження іноземною валютою, зростання доларизації економіки. Суб'єкти господарювання надавали перевагу стабільнішій іноземній валюті, через що величезні емісії українських карбованців одразу виливались на валютний ринок. Це знецінювало національну валюту і при зростанні імпорту призводило до ще більшого зростання цін.

Головними уроками першого етапу реалізації монетарної політики стали необхідність надання Національному банку України незалежності в питаннях розробки та реалізації монетарної політики з метою приборкання гіперінфляційних процесів, руйнівні макроекономічні наслідки високого дефіциту бюджету та його емісійного фінансування Центробанком.

Нарощування темпів гіперінфляції до рівня понад 50% на місяць стало одним із наслідків помилкового обрання пріоритетів серед стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання через нерозуміння неможливості досягнення економічного зростання без забезпечення стабільності національної валюти.

З усвідомлення цієї істини й обрання як пріоритетної мети досягнення цінової стабілізації бере свій відлік вже, по суті, другий етап у реалізації грошово-кредитної політики.

На **другому етапі (1996–1999 рр.)** як стратегічну мету грошово-кредитного регулювання Національним банком України було взято курс на подолання гіперінфляції (табл. 2). Для цього було вжито певних заходів зі стримування темпів зростання грошової маси, підвищення процентних ставок, встановлення «стель» щодо кредитів, запровадження кредитних аукціонів.

Таблиця 2

**Економічний розвиток України у 1996–1999 рр.
(II етап реалізації монетарної політики)**

Показники	1996	1997	1998	1999
Реальний ВВП, % до попереднього року	90,0	97,0	98,1	99,8
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	78,0	91,2	106,1	100,4
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	94,9	100,2	93,4	92,9
Індекс споживчих цін, %	140	110	120	119
Індекс цін виробників промислової продукції, %	117	105	135	116
Дефіцит Зведеного бюджету, % ВВП	–4,9	–6,6	–2,2	–1,5
Облікова ставка НБУ, %	40,0	35,0	60,0	45,0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	77,0	49,1	54,5	53,4
Грошова маса (М3), млн грн.	9364	12541	15705	22070
Рівень монетизації, %	11,5	13,4	15,3	16,9
Середньорічний курс гривні до долара, грн./дол.	1,8295	1,8617	2,4495	4,1304
Девальвація гривні щодо долара США, %	–5	–1	–80	–52

Джерело: Бюлетень НБУ.

У цей період антиінфляційна спрямованість грошово-кредитного регулювання Національного банку набула послідовного характеру й засновувалась на таких засадах, як:

- запровадження практики обов'язкового резервування для валютних депозитів, що є умовою зниження надлишкової ліквідності комерційних банків;
- встановлення порядку, згідно з яким комерційні банки зобов'язані коригувати власні процентні ставки відповідно до змін облікової ставки НБУ, яка у свою чергу коригується до темпів зростання цін, що дало змогу вивести процентні ставки банківської системи на позитивний рівень, стимулюючи заощадження;
- використання державних цінних паперів як інструмента фінансування дефіциту бюджету шляхом мобілізації тимчасово вільних коштів суб'єктів ринку;
- запровадження ломбардного кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики;

- лібералізація і децентралізація валютного ринку, що передбачало скасування обов'язкового продажу 10% валютних надходжень суб'єктів господарювання, відновлення торгів на УМВБ та на між-банківському валютному ринку, встановлення обмінного курсу під впливом попиту і пропозиції, проведення валютних інтервенцій для підтримання стабільного курсу карбованця;
- оптимізація структури кредитів, наданих Національним банком України, шляхом зниження частки прямих кредитів уряду на покриття дефіциту державного бюджету (з 77,2% у 1995 р. до 13,9% у 1996 р.) та, відповідно, збільшення рефінансування комерційних банків (з 8,5% у 1995 р. до 21,9% у 1996 р.).

Реалізація указаних обмежувальних заходів дозволила суттєво знизити темпи зростання грошової маси в обігу – якщо в 1994 р. грошова маса зросла у 7 разів, то в 1995 р. – вже у 2,1 разу, а в 1996 р. – лише в 1,3 разу. У результаті було досягнуто істотних позитивних зрушень і у динаміці інфляції, темпи якої набули стійкої тенденції до зниження як упродовж 1995 р., так і в 1996 р. [5].

У 1996 р. темпи інфляції знизились у 4,5 рази порівняно з попереднім роком – із 181,6% до 39,7%. Стабілізація макроекономічної ситуації в Україні в 1996 р. дала змогу створити реальні передумови для проведення грошової реформи, яку було здійснено шляхом зміни масштабу цін і запровадження національної валюти – гривні – замість тимчасової грошової одиниці – українського карбованця.

Національний банк у цей час посилив вимоги до учасників фінансового ринку, припинив безпосереднє емісійне кредитування уряду та економіки. Більш жорстка монетарна політика, що виражалась у зменшенні темпів зростання грошової бази та маси, стала причиною зниження темпів інфляції. Дефіцит грошей спричинив підвищення процентних ставок як ціни на гроші, щоб урівноважити попит із пропозицією.

Серед позитивних зрушень цього етапу варто також відзначити те, що фінансування дефіциту бюджету відбувалось більш ринковим шляхом – за рахунок випуску державних цінних паперів і продажу їх на аукціонах. Водночас здійснювалась опосередкована грошова емісія Національного банку, який був змушений викуповувати на вторинному ринку в банків державні цінні папери майже відразу після їх розміщення Міністерством фінансів. Фактично державні позики в Україні не відіграли ролі каталізатора інвестиційної активності чи стимулу для сукупного попиту (за кейнсіанською теорією), а лише створили умови для перерозподілу наявних позичкових коштів на користь бюджету, який, до того ж, відкрив шлях для спекулятивного короткостроковою капіталу іноземних інвесторів і зарубіжних банків і тим самим зменшив їх зацікавленість у кредитуванні реального сектора економіки, через створення умов для «заробітку» грошей за рахунок коштів платників податків.

У наступні два роки Національним банком було продовжено реалізацію монетарної політики, орієнтованої на макроекономічну стабілізацію. При цьому відповідні заходи грошово-кредитного регулювання у розвиток наведених вище включали:

- забезпечення кількісного контролю за динамікою грошової маси шляхом встановлення межі її приросту;
- відмову від прямого кредитування дефіциту державного бюджету;
- збільшення частки кредитної емісії, спрямованої на рефінансування комерційних банків;
- дотримання позитивного рівня облікової ставки НБУ щодо темпів зростання цін.

Указані заходи сприяли подальшому зниженню темпів інфляції – з 39,7% у 1996 р. до 10,1% у 1997 р. І навіть в умовах фінансової кризи 1998 р. оперативність Національного банку у застосуванні певних рестрикційних методів грошово-кредитної політики (підвищення норм обов'язкового резервування й облікової ставки, регулятивні заходи на валютному ринку, спрямовані на зниження попиту, рекомендації з обмеження кредитних операцій) не дала змоги інфляційним процесам вийти з-під контролю, внаслідок чого річні темпи інфляції становили 20%, що загалом може засвідчувати певне підвищення дієвості грошово-кредитних важелів регулювання економіки.

Таким чином, на другому етапі грошово-кредитна політика стала жорсткішою. Таке поєднання дало змогу поступово знизити рівень інфляції, призупинити темпи скорочення виробництва та доходів населення, хоча відновити їх зростання так і не вдалось.

На **третьому етапі (2000–2006 рр.)** спостерігається перехід української економіки починаючи з 2000–2001 рр. у фазу зростання, що також можна до деякої міри вважати результатом певної лібералізації грошово-кредитної політики Національного банку (табл. 3). Її заходи, зокрема, передбачали: зниження і встановлення диференційованих норм мінімальних обов'язкових резервів, зниження облікової ставки, збільшення обсягів рефінансування тощо. Як наслідок, обсяг кредитних вкладень в економіку комерційних банків України зріс із 19,5 млрд грн. у 2000 р. до понад 245 млрд грн. у 2006 р., тобто практично у 12 разів.

Поліпшення зовнішньої кон'юнктури сприяло стійкому зростанню експорту та ВВП, а також роздрібного товарообороту, активізувались інвестиційні процеси, гривня відносно долара укріплювалась, збільшилися валютні резерви НБУ. Це сприяло поступовому відновленню довіри до національної грошової одиниці, збільшенню попиту на неї. Грошово-кредитна політика залишалась нейтральною або принаймні не була обмежувальною – пропозиція грошей зростала відповідно до попиту на них.

Таблиця 3.

**Економічний розвиток України в 2000–2006 рр.
(III етап реалізації монетарної політики)**

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Реальний ВВП, % до попереднього року	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,7	107,1
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	114,4	120,8	108,9	131,3	128,0	101,9	–
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	108,1	113,7	115,0	120,5	121,9	123,4	125,3
Індекс споживчих цін, %	126	106	99	108	112	110	111,6
Індекс цін виробників промислової продукції, %	121	101	106	111	124	109	114,1
Дефіцит зведеного бюджету, % ВВП	+0,6	–0,3	+0,7	–0,2	–3,2	–1,8	–0,7
Облікова ставка НБУ, %	27,0	12,5	7,0	7,0	9,0	9,5	8,5
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	37,3	29,6	19,6	17,7	17,5	16,4	15,1
Кредитні вкладення банків в економіку, млн грн.	19574	28373	42035	67835	88579	143418	245226
Грошова маса (М3), млн грн.	32252	45755	64870	95043	125801	194071	261063
Рівень монетизації, %	18,9	22,4	28,7	35,5	36,5	43,9	48,7
Середньорічний курс гривні до долара, грн./дол.	5,4402	5,3721	5,3266	5,3327	5,3192	5,1247	5,0500
Девальвація (–), ревальвація (+) гривні щодо долара США, %	–4,18	+2,50	–0,6	+0,0169	+0,4895	+4,814	0,0
Міжнародні резервні активи НБУ, млн дол. США	1475,42	3089,46	4416,83	6937,25	9524,74	19390,42	22255,84

Джерело: Бюлетень НБУ.

Як наслідок, істотно збільшився коефіцієнт монетизації економіки, який на початок 2007 р. склав понад 48%. Фактично йдеться про процес ремонетизації економіки, що у поєднанні з відповідними структурними змінами у реальному секторі, підвищенням продуктивності праці, залучення інвестицій та, за умови ефективного функціонування банківської системи, істотно сприяє зростанню реального ВВП [8, 5].

Процесу ремонетизації економіки сприяло певне пожвавлення фондового ринку, поступове відновлення ролі капіталомістких галузей (металургія, машинобудування) у структурі економічного зростання, що зумовлювало більший попит на кредити з відповідним збільшенням потреби в платіжних засобах на одиницю ВВП, а також значне зростання цін на певні види інвестиційних активів (зокрема, на нерухомість і землю), що потребувало більше коштів для здійснення операцій на відповідних ринках.

Зростання коефіцієнта монетизації свідчить про те, що національна грошова одиниця дедалі більше посилює свої позиції як засіб платежу, міра вартості та засіб заощадження, тобто успішно виконує три базові функції грошей. За умови незначних інфляційних очікувань перевищення темпів зростання грошової маси над темпами зростання цін лише сприятиме стійкому зростанню економіки.

Разом із тим, якщо розглядати результати реалізації грошово-кредитної політики в Україні у плані досягнення її кінцевих стратегічних цілей протягом усього перехідного періоду, то варто звернути увагу на обмежені можливості впливу грошово-кредитного регулювання на перебіг відтворювального процесу та стан реального сектора господарства країни. Це пов'язано передусім із відсутністю або недостатністю базових, структурних реформ у реальному секторі господарства, виявом чого є неспроможність основної маси підприємств працювати в умовах гнучкої системи цін, пристосовуватися до умов конкурентного середовища та змін ринкової кон'юнктури. Свідченням цього є кризові явища на ринку енергоносіїв на початку 2005 р. й у системі газопостачання на початку 2006 р., коли підприємства із застарілими енергозатратними технологіями виявили неспроможність працювати в умовах жорстких викликів ринкових механізмів ціноутворення. За таких умов реальний сектор доволі слабо реагує на передавальні імпульси монетарної політики, навіть якщо вона проводиться за класичними ринковими принципами.

Цілком очевидно, що основою для остаточного подолання кризових явищ в економіці має бути реалізація низки заходів, спрямованих передусім на забезпечення кардинальних змін у структурі господарства – пріоритетний розвиток малого і середнього бізнесу, закриття неефективно працюючих підприємств через механізм санації та банкрутства, проведення реформи фінансової системи з метою зниження податкового тиску на суб'єктів підприємницької діяльності, визнання пріоритетними для розвитку (і розподілу ресурсів держави) лише тих секторів економіки, які мають реальні можливості для отримання конкурентних переваг на світовому і внутрішньому ринках.

Висновки

Лише в тому випадку, якщо структурне реформування економіки досягне успіху, буде створено належні умови для реалізації потенціалу грошово-кредитного регулювання щодо його впливу на реальний сектор, причому не лише стосовно підтримання цінової стабільності, а й щодо стимулювання виробництва. Сучасна стратегія грошово-кредитної політики Національного банку України попри збереження своєї гнучкості має бути спрямована на досягнення реального зростання виробництва й, відповідно, мінімізації рівня безробіття, що у рамках доступних для центрального банку важелів та інструментів передбачає належний рівень лібералізації кредитних взаємин із комерційними банками, спрямованої на полегшення доступу господарюючим суб'єктам до кредитних ресурсів, а відтак і стимулювання розширеного відтворення. Це могло б стати одним із факторів подолання кризових явищ та успішного завершення ринкових трансформаційних процесів у суспільстві. Проводячи монетарну політику, центральний банк не впливає безпосередньо на стан реального сектора економіки. Його головне завдання – створити об'єктивні передумови для формування заощаджень підприємствами та населенням і їх наступної трансформації у виробничі інвестиції. Такими об'єктивними передумовами, що перебувають у компетенції центрального банку, є стабільність темпів інфляції, валютного курсу, низький рівень процентних ставок. На досягнення цих завдань і має бути спрямоване функціонування всього грошово-кредитного механізму регулятивного впливу держави на економіку.

Література

1. Закон України «Про банки і банківську діяльність» № 121-III від 7.12.2000 р.
2. Закон України «Про Національний банк України» № 679-XIV від 20.05.1999 р.
3. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік // Вісник НБУ. – 2005. – №10. – С. 3–20.
4. Береславская Е. И. Стабилизация гривны как фактор развития экономики // Финансовые риски. – 2002. – №3. – С. 39–42.
5. Бюлетень Національного банку України. – 2007. – №1.
6. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
7. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.

8. Стельмах В. С. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання // Вісник НБУ. – 2002. – №1. – С. 2–9.
9. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. – 2001. – №9. – С. 3–7.
10. Стельмах В. С., Єпіфанов А. О., Гребеник Н. І., Міщенко В. І. Грошово-кредитна політика в Україні. – К.: Знання, 2000. – 305 с.
11. Фетисов Г. Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. – М.: Экономика, 2006. – 509 с.

Стаття надійшла до редакції 7 червня 2007 р.