Олександр Дзюблюк
д.е.н., професор, професор кафедри фінансів ім. С. І. Юрія,
Західноукраїнський національний університет, м. Тернопіль

АНТИКРИЗОВІ АСПЕКТИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

Монетарне регулювання є найбільш дієвим інструментом, за допомогою якого держава в особі центрального банку спроможна надати бажаної спрямованості розвитку економіки. Закономірності економічного розвитку останнього періоду, пов'язані із глобалізацією, змінами технологічних укладів і структури світового господарства, періодичними масштабними фінансовими кризами, регіональними проблемами і специфікою національних економік, відображають усю складність і суперечливість процесу постановки адекватних цілей державного регулювання господарських процесів загалом та монетарного регулювання зокрема. В Україні дані проблеми поточного економічного розвитку додатково ускладнені ще й широкомасштабною воєнною агресією, розпочатою проти нашої країни, що не могла не мати всеосяжного впливу на всі аспекти економічного життя суспільства, включаючи і функціонування банківського сектору та можливості реалізації монетарної політики Національного банку.

Слід зазначити, що навіть за нормальних умов циклічного економічного розвитку ринкового господарства вибір стратегічних орієнтирів монетарного регулювання пов'язаний із фундаментальними суперечностями у досягненні таких цілей, як низькі темпи інфляції, з одного боку, та економічне зростання і висока зайнятість, з іншого, позаяк виробниче зростання супроводжуються прискоренням темпів інфляції, оскільки в економіці підвищується попит на ресурси, що призводить до збільшення цін, і навпаки. За таких обставин центральний банк змушений маневрувати у реалізації монетарної політики з огляду на стан господарської кон'юнктури і зміну фаз ділового циклу з тим, щоб власними заходами не сприяти ані посиленню тенденцій у «перегріві» економіки, ані у її спаді [1].

Однак такі проблеми значною мірою загострюються в умовах воєнного стану. Адже воєнні дії як фундаментальний фактор форс-мажорного характеру впливу на функціонування банківського сектору і економіки загалом, позначилися на всіх аспектах взаємодії банківської системи з клієнтами у всіх секторах господарства, включаючи погіршення умов функціонування трансмісійного механізму монетарної політики, обмежуючи можливості центрального банку щодо впливу на економіку засобами грошово-кредитного регулювання, що загострило попередні проблеми та обумовило виникнення нових, коли в умовах постійних атак ворога за всіма напрямами, а також у кіберпросторі, потрібно було докладати величезних зусиль, щоб уникнути перебоїв у роботі банківської системи, забезпечити захист даних та інформації, підвищувати надійність інфраструктури безготівкових платежів, підтримувати

фінансову стійкість роботи банківського сектору, а також фінансову, цінову і валютно-курсову стабільність в економіці.

У цих умовах Національний банк України стверджує, що незважаючи на широкомасштабну війну, він залишається відданим своєму мандату із забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого економічного зростання [2]. І попри те, що сам Національний банк визнає, що зниження дієвості ринкових інструментів та висока невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій унеможливлюють здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом [3], однак на практиці він продовжує реалізацію саме такої політики. Таким чином, на озброєння центрального банку береться по суті класичний постулат монетаризму, згідно якого основною кінцевою ціллю грошово-кредитної політики є стабільність рівня цін, а досягнення стійкого росту виробництва і високого рівня зайнятості відбувається внаслідок цього по суті автоматично – через тенденцію ринкової системи до саморівноваги. Однак чи можна вважати стан розвитку ринкових саморегулівних механізмів у вітчизняній економіці таким, щоб це дозволило центральному банку зосередитись тільки на регулюванні інфляції, нехтуючи іншими завданнями монетарної політики? Очевидно, що ні.

Справді, на тлі розгортання кризових явищ у економіці і банківському секторі упродовж останніх років повномасштабної воєнної агресії із особливою гостротою постає питання про роль і завдання Національного банку України у процесі не лише подолання кризових явищ в економіці і забезпечення макроекономічної стабільності, а й реалізації можливостей для нормальної господарської діяльності і розвитку матеріального виробництва як необхідних умов виживання країни в умовах війни. Адже обрання у якості стратегічної мети монетарної політики інфляційного таргетування породжує ряд суперечливих питань щодо ролі і мандату центрального банку як головного органу державного впливу на економіку засобами і методами грошово-кредитної політики, позаяк механічне перенесення досвіду країн із розвинутими ринковими відносинами, в т. ч. і у сфері монетарного регулювання, у вітчизняні реалії іноді має контрпродуктивний характер, породжуючи результати, протилежні до очікуваних.

Річ у тім, що проведення Національним банком рестрикційної монетарної політики, заснованої на підвищенні облікової ставки та встановленні, як наслідок, надвисокої прибутковості за депозитними сертифікатами створювала по суті об'єктивні передумови для обмеження кредитної активності комерційних банків у реальному секторі з огляду на можливість вкладення їх власних ресурсів у фактично безризикові активи у вигляді цінних паперів НБУ чи держави. Результатом реалізації такої монетарної політики Національного банку України та кредитної політики самих комерційних банків стала спотворена структура активів банківської системи, коли за результатами 2023 р. частка кредитного портфеля у вигляді наданих суб'єктам господарювання і фізичним особам кредитів становила лише близько п'ятої частини від

загального обсягу активів банків – 17,4% та 5,4% відповідно. У той же час, кошти банків, інвестовані у депозитні сертифікати НБУ (21,1%), розміщені на рахунках в НБУ та інших банках (21%), а також вкладені у державні цінні папери (24%), сумарно становили 66,1%, тобто дві третіх загального портфеля активів банківського сектора, що може свідчити про зведення нанівець фундаментальної функції банків щодо організації кредитних відносин через фінансове посередництво і трансформування заощаджень у інвестиції.

Саме такий підхід Національного банку України до монетарного регулювання нівелював ключову функцію банківської системи як головного фінансового посередника в економіці. Адже залучаючи кошти у суб'єктів ринку, банківський сектор не видає кредити тим підприємствам чи галузям економіки, які їх потребують, а розміщує відповідні ресурси на депозитних сертифікатах, тим самим накопичуючи значні суми надлишкової ліквідності. Як наслідок, на сьогодні комерційні банки зберігають на кореспондентських рахунках та в депозитних сертифікатах НБУ майже пів трильйона гривень. При цьому внаслідок неадекватно високих процентних ставок і воєнних ризиків рівень банківського кредитування економіки почав прогресивно скорочуватися і навіть масштабні державні програми підтримки кредитування (програма 5-7-9) не змогли спинити подальшого спаду обсягів кредитних вкладень в економіку, які за 2023 рік знизились із 20% до 15% ВВП, тоді як у розвинутих країнах (наприклад, США) ця частка складає 200%. При цьому слід розуміти, що навіть попри низку рішень правління НБУ щодо поступового зниження облікової ставки до нинішніх 13,0% річних, її величина упродовж останніх років удвічі перевищувала навіть офіційно заявлений розмір річної інфляції, формуючи стимули до спрямування грошових коштів із реальної економіки у фінансовий сектор, а не навпаки.

Разом із тим, активне використання облікової ставки як головного інструменту монетарного регулювання, що використовується НБУ для досягнення встановлених ним інфляційних таргетів, приносить більше шкоди аніж користі з огляду на неправильне розуміння природи самої інфляції в Україні, котра більшою мірою зумовлена чинниками структурного характеру (насамперед, зростанням виробничих витрат і воєнних видатків бюджету), які не залежать від динаміки процентної ставки на грошовому ринку, тобто цінова динаміка зумовлена передусім факторами інфляції витрат, а не інфляції попиту, для приборкання якої у розвинутих країнах якраз і використовуються облікова ставка. Такий підхід НБУ по суті бере за основу монетаристське твердження про те, що інфляція завжди й усюди є виключно грошовим явищем, тобто результатом підвищення темпів зростання грошової маси порівняно з темпами росту реального виробництва. А це навряд чи можна вважати справедливим за обставин, коли інфляційні процеси у нашій країні перманентно генеруються цілим рядом негрошових чинників. Тому у вітчизняних реаліях грошово-кредитна політика НБУ, що набула характеру жорсткої монетарної рестрикції, завдала непоправної шкоди усьому механізму банківського кредитування реального сектору, що так важливо для активізації саме виробничих

потужностей в умовах воєнних дій.

З іншого боку, така рестрикційна монетарна політика не вирішила і тих завдань макро-фінансової і валютно-курсової стабілізації, заради яких вона власне і запроваджувалась. Адже однією із заявлених цілей високих процентних ставок було акумулювання коштів населення на банківських депозитах з метою обмеження тиску надлишкової ліквідності на валютний ринок. Натомість за час війни банки змогли залучити від населення на депозити у вигляді сумарного приросту лише трохи більше 100 млрд. грн. строкових гривневих вкладів, тоді як понад 500 млрд. грн. населенням було спрямовано не на банківські заощадження, а на придбання іноземної валюти. Цьому сприяла також передчасна і нічим не виправдана в умовах війни політика НБУ з валютної лібералізації та відмови від фіксованого обмінного курсу, в результаті чого валютні очікування бізнесу та населення були повністю дестабілізовані і попит на іноземну валюту почав стрімко зростати. Як наслідок, уже понад 70 млрд. дол. США із офіційних валютних резервів, які поповнюються за рахунок зовнішньої допомоги нашій країні, було витрачено (а по суті «спалено») НБУ на підтримку відносної курсової стабільності на внутрішньому валютному ринку.

Із цього випливає, що жорстка рестрикційна політика високої облікової ставки НБУ не вплинула якимось суттєвим чином ні на привабливість гривневих депозитів у банках, ні на досягнення стабілізації внутрішнього валютного ринку без того, щоб даремно не розтрачувати міжнародні валютні резерви на підтримку обмінного курсу гривні. Сам факт, що залучення гривневих ресурсів у банківську систему ніяким чином не позначається на активізації кредитних вкладень банків у матеріальне виробництво, а спрямовується на депозитні сертифікати НБУ, тобто заощадження не трансформуються у інвестиції в економіку, жодним чином не свідчить про ефективність обраного режиму монетарного регулювання.

Очевидно, що в сучасних умовах головним напрямом антикризового регулювання економіки засобами монетарної політики має бути підвищення рівня зайнятості і активізація внутрішнього виробництва, а не жорсткі антиінфляційні заходи, спрямовані на придушення внутрішнього попиту. Високі процентні ставки за банківськими кредитами, окрім власне ризиків господарської діяльності в умовах війни, є також прямим наслідком нераціональної політики облікової ставки НБУ, що в кінцевому підсумку призводить до істотного обмеження попиту на кредитні ресурси з боку бізнесу, так як висока їх вартість підриває основи рентабельності реального виробництва.

Чи означає це, що монетарна політика має бути зосереджена виключно на протидії інфляції (і чи можливо це в принципі з огляду на те, що фактори інфляції лежать на боці витрат, а не попиту), як це визначається нинішнім мандатом НБУ, чи вона має стати невід'ємною складовою цілого комплексу антикризових заходів, підпорядковуючись більш широким завданням державної економічної політики в умовах війни? Така політика вочевидь має

бути спрямована на те, щоб центральний банк у тісній взаємодії з урядом доступним йому арсеналом інструментів міг впливати на перебіг господарських процесів, реалізуючи цілеспрямовану політику щодо підтримки кредитування реального сектору і стимулювання матеріального виробництва через механізми здешевлення кредитування для бізнесу та надання потрібних для цього державних гарантій. Необхідно передусім переглянути жорсткі умови монетарного регулювання через надвисокі процентні ставки, що істотно обмежує залучення кредитних ресурсів банків для реалізації інвестиційних проектів у реальному секторі, стримує створення нових робочих місць, що в свою чергу обмежує можливості активізації бізнесу, повернення біженців та подальші перспективи післявоєнного відновлення економіки України.

Отже, в нинішніх умовах воєнного стану необхідність ефективного монетарного регулювання, спрямованого на подолання кризових явищ, відчувається з особливою гостротою з огляду на безпосередній вплив монетарних інструментів на перебіг економічних процесів. Особливо важливим слід вважати вирішення тих практичних проблем, що визначаються недостатньою орієнтацією монетарного регулювання НБУ на активізацію банківського кредитування реального сектору, з тим, щоб функціонування банків в умовах воєнного стану було стабільним та максимально забезпечувало потреби національної економіки у кредитних ресурсах. Очевидно, що сприяння економічному розвитку мало б бути у числі головних пріоритетів монетарної політики Національного банку, цільова кредитна підтримка якого комерційних банків повинна вирішувати такі завдання, як нарощування виробничого потенціалу, відновлення інфраструктури, реструктуризація реального сектору, стимулювання розвитку обробної промисловості і особливо її оборонного сектора. За таких обставин стимулювання економічного зростання і зниження безробіття шляхом активізації додаткових кредитних програм і кількісного пом'якшення задля створення сприятливих умов кредитування та інвестицій у реальний сектор слід вважати ключовими пріоритетами антикризового монетарного регулювання національної економіки.

Список використаних джерел:

1. Дзюблюк О. В. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток. *Вісник Національного банку України*. 2008. №1. С. 8-16.
2. Річний звіт Національного банку України за 2023 рік. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-za-2023-rik-vid-strategiyi-vijivannya-do-strategiyi-vidnovlennya
3. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. URL: https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk