



Олена Щербакова

Директор Генерального департаменту грошово-кредитної політики, член Правління Національного банку України

Монетарна політика та її цільові орієнтири в 2012 році

Національний банк України доклав значних зусиль для розвитку грошово-кредитного ринку, забезпечення стабільності національної валюти, підтримки цінової стабільності в державі. У статті розглянуто основні засоби та методи грошово-кредитної політики центрального банку, її пріоритети і перспективи розвитку, ключові параметри та результати порівняно з минулими роками. Також окреслено найважливіші підходи щодо монетарного регулювання, зокрема впровадження гнучкого управління ліквідністю, визначено оптимальні шляхи вдосконалення механізму реалізації основної функції Національного банку з метою сприяння розвитку вітчизняної економіки.

The National Bank of Ukraine put forth its energies to develop the monetary market, to maintain national currency firmness, and to back price stability in the country. The article deals with main instruments and methods of the monetary policy pursued by the central bank, its priorities and prospects for future development, key parameters and results in comparison to previous years. Considered are the most important approaches to monetary regulation, in particular, implementation of liquidity flexible management. Given are optimal ways to improve the mechanism for realization of the NBU primary function in order to facilitate the domestic economy development.

Аналізуючи грошово-кредитну політику Національного банку України, необхідно враховувати його основне конституційне завдання – забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Стаття 6 Закону України “Про Національний банк України” деталізує його, встановлюючи пріоритетну ціль – досягнення та підтримку цінової стабільності, що потребує комплексного застосування Національним банком усіх наявних у нього механізмів та інструментів грошово-кредитної політики. При цьому доводиться враховувати інерційний характер цінової динаміки, її внутрішню структурованість (ціни споживчого ринку, оптові ціни виробників промислової продукції, транспортні тарифи, ціни сільгоспвиробників тощо), ринкові очікування, вплив факторів, що виходять за межі сучасної монетарної політики тощо.

Окремим питанням, що потребує прискіпливої уваги, є коректний вибір засобів та методів монетарної політи-

ки під час регулювання грошової пропозиції. Оскільки вони зазвичай мають різну тривалість та глибину впливу на динаміку грошових агрегатів, а отже, – і на рівень інфляції, доводиться ретельно зважувати їх співвідношення задля уникнення непередбачуваних монетарних ефектів. Враховуючи те, що формальних правил, які б дали змогу “автоматизувати” цю задачу, фактично немає, його практичне вирішення переважно є процесом пошуку унікальних рішень. У цьому контексті зазначимо, що побутові й, на жаль, дуже поширені уявлення про механічне, шаблонне проведення Національним банком його монетарної політики є глибоко помилковими.

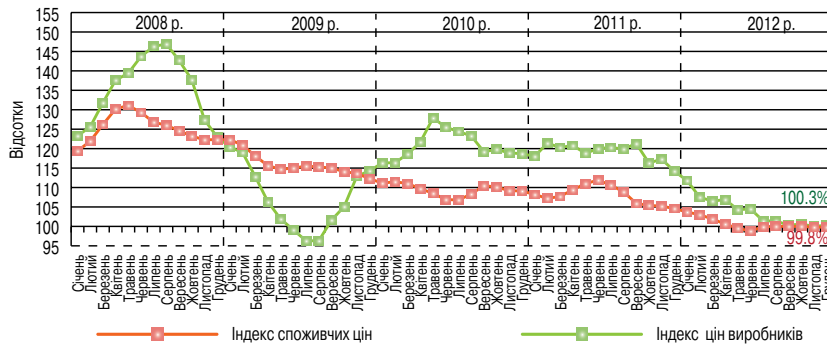
Так, наприклад, коли в першому півріччі 2011 року на споживчому ринку України розпочалося стале зростання інфляції, а її показники в річному обчисленні сягнули небезпечних рівнів (від 7.2% у лютому до 11.9% у червні), Національний банк послідовно використовував різні за-

соби для зниження цінових ризиків. З цією метою застосовувалися стерилізаційні операції, були збільшені обсяги та відсоткові ставки під час їх проведення, дещо уповільнено рефінансування банківської системи. Національний банк також був змушений впровадити жорсткіші правила формування банками обов’язкових резервів. Усі ці заходи сприяли зниженню рівня інфляції на споживчому ринку від 9.1% у грудні 2010 року до 4.6% у грудні 2011 року (див. графік 1).

У подальшому її показники стійко зменшувалися і, починаючи з квітня 2012 року, річні прирости цін на споживчому ринку перебувають на близькому до нуля рівні. Це свідчить про успішне досягнення Національним банком своєї пріоритетної цілі. Водночас такі позитивні результати дали регулятору змогу перейти до пом’якшення монетарної політики, яке розпочалося ще на межі 2011–2012 років.

У 2012 році Національним банком

Графік 1. Індекс споживчих цін та індекс цін виробників промислової продукції до відповідного місяця попереднього року в 2008–2012 рр.



Джерело: побудовано за даними Державної служби статистики України.

було активізовано підтримку ліквідності банківської системи шляхом надання кредитів рефінансування: торік їх загальний обсяг становив майже 97.6 млрд. грн. порівняно з 28.8 млрд. грн. у 2011 році. Обсяг же операцій із мобілізації грошових коштів, навпаки, був у 10 разів меншим, ніж у 2011 році, скоротившись до 16.7 млрд. грн. Крім цього, Національний банк збільшив обсяг придбання цінних паперів до 38.6 млрд. грн. порівняно з 25.2 млрд. грн. у 2011 році (див. графік 2).

Водночас Національний банк сприяв впровадженню гнучкішого управління банками власною ліквідністю. Для цього поетапно зменшувалася частка обов'язкових резервів, які банки мають формувати на окремому рахунку в Національному банку. Зокрема, з кінця 2011 року цей показник було поступово зменшено зі 100 до 70%, 60%, а з 31 травня 2012 року він становить 50%.

Протягом 2012 року Національний банк також активізував застосування важелів процентної політики. Так, для пом'якшення умов кредитування з 23.03.2012 р. регулятор зменшив на 0.25 в. п. облікову ставку, яка є базовою щодо інших процентних ставок Націо-

нального банку. Водночас було тричі зменшено рівень ставок за операціями рефінансування "overnight" (на 0.25 в. п. щоразу) – до 8.5% за забезпеченими та до 10.5% за незабезпеченими (бланковими) кредитами. Завдяки цьому знижувалися й середньозважені процентні ставки за тендерними кредитами Національного банку та операціями прямого РЕПО. У цьому контексті необхідно зазначити, що від початку другої половини травня 2012 року під час проведення тендерів із підтримання ліквідності банків процентна ставка встановлюється на рівні облікової – 7.5%. Паралельно відбулося зниження процентних ставок за операціями прямого РЕПО, рівень яких у грудні 2012 року становив 7.62% порівняно з 12.05% у грудні 2011 року.

Національний банк торік утричі збільшив максимально можливі строки використання коштів, отриманих під час проведення операцій прямого РЕПО (до 90 днів), та у чотири рази – за результатами надання тендерних кредитів рефінансування (до 360 днів). Крім цього, було скасовано деякі обмеження на проведення операцій прямого РЕПО. Ці заходи сприяли зростанню ліквідності банківської систе-

ми. Так, середньоденний обсяг коррахунків банків у 2012 році збільшився до 19.6 млрд. грн. порівняно з 17.5 млрд. грн. у 2011 році.

Досягнення та підтримка цінової стабільності сприяли зростанню реальних доходів населення, збереженню вартості їх заощаджень та отриманню українськими виробниками цінних переваг як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках збуту їх продукції.

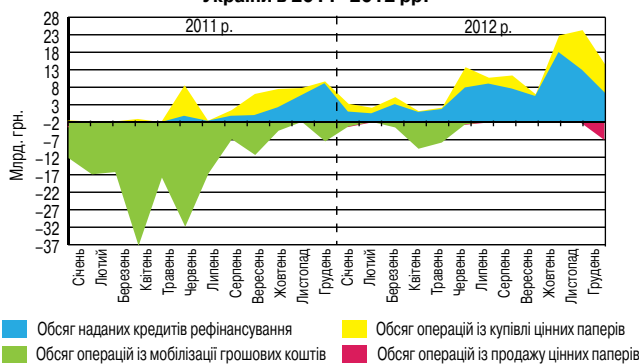
Це позитивно впливало на ринкові очікування. Завдяки їх поліпшенню відбулося прискорене зростання обсягів депозитів населення. У 2012 році вони збільшилися на 19.0%, перевищивши темпи приросту 2011 року (13.1%). Загальний же обсяг залишків за банківськими депозитами у минулому році зріс на 78.7 млрд. грн., або на 16.1% (див. графік 3).

Зростання депозитної бази банків супроводжувалося поліпшенням її строкової структури: питома вага довгострокових депозитів у їх загальному обсязі зростає з 33.1% на початку 2012 року до 34.7% у грудні. Цим зрушенням сприяло вдосконалення Національним банком вимог до формування банками обов'язкових резервів, яке передбачало стимулювання довгострокових банківських залучень.

На цьому тлі темпи зростання грошової маси (12.8%) були вищими від темпів зростання монетарної бази (6.4%). Таку динаміку зумовило прискорення грошової мультиплікації – показник мультиплікатора протягом минулого року збільшився від 2.86 до 3.03. Показово, що готівка поза банками (M0) зростає у 2012 році на 5.5%. Її повільніша динаміка сприяла певному зменшенню частки готівки в грошовій масі від 28.1 до 26.3%.

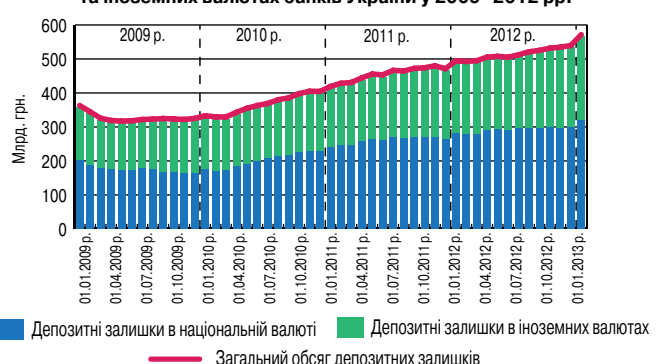
Водночас ці зміни відбувалися на тлі зменшення активності банківського кредитування – торік залишки

Графік 2. Обсяги активних та пасивних операцій Національного банку України в 2011–2012 рр.



Джерело: побудовано за даними Офіційного інтернет-представництва Національного банку України.

Графік 3. Динаміка залишків за депозитами в національній та іноземних валютах банків України у 2009–2012 рр.



Джерело: побудовано за даними статистичної звітності банків України.

за ним збільшилися на 2%. Цей феномен мав кілька причин, головні з яких були пов'язані з нівелюванням валютних та структурних дисбалансів, накопичених у банківській системі у передкризовий період. Мова, зокрема, йде про поступове зниження заборгованості за кредитами в іноземній валюті, наданими банками клієнтам, що не мали валютних доходів. Як відомо, саме ця група позичальників виявилася найвразливішою під час останньої кризи, а їх валютні борги були чинником виникнення потенційної нестабільності деяких банківських установ. Враховуючи це, після 2008 року триває системна робота щодо поліпшення структури банківських активів. Особлива увага при цьому зосереджена на зниженні валютних ризиків як для банківської системи, так і для її клієнтів.

Важливу роль у цьому процесі має заборона валютного кредитування фізичних осіб, які не є суб'єктами підприємницької діяльності та не мають доходів у іноземній валюті. Тому аналізувати поточну динаміку та ефекти банківського кредитування необхідно з обов'язковим урахуванням зазначених обмежень. Адаже загальне зростання банківського кредитування торік було б значно більшим, якби не зниження залишків за кредитами в іноземній валюті на 7.3%, оскільки в національній валюті їх приріст становив 8.4%.

Аналогічним чином необхідно диференціювати й динаміку кредитування банками фізичних осіб та суб'єктів господарювання. Так, якщо протягом 2012 року залишки за банківськими кредитами, наданими населенню, зменшилися на 6.7%, то підприємствам – зросли на 4.9%. Очевидно, що такі результати та їх ефекти значно відрізняються від спрощеного аналізу узагальнених темпів зростання банківського кредитування.

Проте незважаючи на це, маємо визнати, що прискорення економічної динаміки потребує активізації кредитної діяльності. Для комплексного вирішення цього питання зусиль лише Національного банку, на жаль, замало. Важлива роль у його розв'язанні має належати системним чинникам – удосконаленню фінансової системи, захисту прав не лише споживачів, а й кредиторів, забезпеченню безумовного виконання зобов'язань усіма сторонами договірних відносин, неухильного виконання судових рішень тощо.

Окремо у цьому контексті необхід-

но акцентувати увагу на важливості зростання ефективності та надійності вітчизняного фондового ринку. Для впровадження дієвої монетарної політики це має першочергове значення, оскільки цінні папери в міжнародній практиці залишаються одним із найпоширеніших інструментів застави, яка потрібна щодня під час проведення звичайних операцій банківського кредитування, а також рефінансування банків центральним банком. Отже, чим глибший, ліквідніший та надійніший ринок цінних паперів, тим ефективніші інструменти застави має у своєму розпорядженні банківська система, тим більший обсяг її кредитного потенціалу і доступніші її послуги для бізнесу та населення.

Крім того, фондовий ринок має великі можливості щодо формування довгострокових фінансових ресурсів. Тому в індустріально розвинених країнах він є потужним каналом монетарної трансмісії, що сприяє підвищенню дієвості інструментів грошово-кредитної політики та їх позитивного впливу на розвиток реального сектору економіки. У цьому відношенні вітчизняний фондовий ринок має величезний нерелізований потенціал. Так, з одного боку, загальний обсяг операцій, що здійснюються на ньому, давно сягнув рівня обсягу операцій на міжбанківському валютному ринку. Але, з другого, левова частка операцій із цінними паперами проводиться в позабіржовому сегменті. Внаслідок цього вартість цінних паперів, що обертаються на ньому, визначається переважно не їх ринковою кон'юнктурою та щоденними котируваннями, а простою домовленістю двох сторін, які нерідко можуть бути пов'язаними учасниками ринку.

Зрозуміло, що ринкова вартість таких активів є вельми умовною, а їх використання для застави – дуже проблематичним. У цьому контексті варто нагадати, що, за останніми наявними даними, частка операцій із цінними паперами, які вільно обертаються на фондовому ринку України, становить не більше 11% від його загального обороту. Зокрема, питома вага операцій, здійснених організаторами торгів, за окремими цінними паперами в 2011 році становила:

- акцій – 12.25%;
- державних облігацій – 11.59%;
- облігацій підприємств – 20.66%;
- облігацій місцевих позик – 27.54% (див. таблицю).

Незважаючи на певне збільшення

частки операцій із цінними паперами, які здійснюються на біржовому ринку, є підстави вважати, що фондовий ринок досі є надзвичайно закритим: майже 90% усіх операцій на ньому здійснюються в так званому “приватному” режимі. Дефіцит же цінних паперів, що вільно обертаються на ринку, та операцій з ними перешкоджають встановленню їх об'єктивної вартості і доходності. Це стримує використання цінних паперів як інструменту ліквідної застави, а отже, обмежує потенціал банківської системи щодо безпечного кредитування економіки. Це також спричиняє не лише зниження кредитної активності, а й призводить до зростання вартості кредитів. Отже, уважний розгляд системних обмежень вітчизняної економіки свідчить про те, що питання обсягу та вартості кредитних ресурсів не завжди залежить лише від центрального банку. Поверховий же підхід до їх вирішення може виявитися занадто ризиковим, оскільки пов'язаний із загрозою інфляційного стрибка без будь-яких суттєвих здобутків у сфері виробництва.

У зв'язку з цим, розглядаючи рівні та динаміку відсоткових ставок на кредитному ринку, маємо враховувати, що вони є відображенням певних ризиків, зниження яких не завжди залежить від центрального банку. Наразі це питання має ще й таку особливість: інфляція на споживчому ринку впродовж тривалого часу залишається на близьких до нуля рівнях, унаслідок чого її вплив на відсоткові ставки є мінімальним. Звичайно, було б помилково вважати, що населення та підприємці відкидають думку про існування інфляційних ризиків. Проте практичне досягнення цінової стабільності не залишало в минулому році простору для зниження відсоткових ставок за рахунок інфляційної складової.

Їх щомісячна динаміка у 2012 році залежала також і від пануючих курсових очікувань, які були вельми мінливими. З особливою наочністю це виявилось восени 2012 року, в період проведення загальнонаціональної виборчої кампанії. Притаманне таким подіям підвищення чистого валютного попиту спричинило у той час зменшення кредитних ресурсів на міжбанківському ринку та їх одночасне подорожчання.

Усвідомлюючи ситуаційність цих коливань, а також відсутність об'єктивних причин для їх загострення, Національний банк був обережним щодо активізації рефінансування банків-

Таблиця. Структура операцій із цінними паперами на фондовому ринку України в 2005–2011 рр.

| Вид цінних паперів | 2005 р. | 2006 р. | 2007 р. | 2008 р. | 2009 р. | 2010 р. | 2011 р. |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Загальний обсяг операцій, млрд. грн. | | | | | | | |
| Акції | 179.79 | 225.65 | 283.54 | 352.82 | 470.73 | 565.21 | 646.70 |
| Державні облигації | 27.32 | 40.85 | 59.86 | 62.49 | 98.99 | 354.12 | 855.55 |
| Облігації підприємств | 32.62 | 62.38 | 134.73 | 205.21 | 81.13 | 69.50 | 103.70 |
| Облігації місцевих позик | 2.23 | 2.85 | 4.31 | 2.2 | 0.66 | 0.50 | 1.67 |
| Інвестиційні сертифікати | 5.72 | 14.24 | 40.43 | 43.94 | 76.31 | 106.53 | 103.79 |
| Векселі | 133.12 | 142.23 | 212.64 | 191.84 | 268.76 | 316.11 | 358.28 |
| Деривативи | 2.02 | 0.26 | 0.15 | 0.27 | 0.1 | 0.15 | 0.41 |
| Інші | 20.94 | 4.32 | 18.65 | 24.65 | 70.58 | 125.66 | 77.44 |
| Усього | 403.8 | 492.8 | 754.3 | 883.4 | 1 067.26 | 1 537.79 | 2 147.54 |
| Обсяг операцій, здійснених організаторами торгів, млрд. грн. | | | | | | | |
| Акції | 4.48 | 6.95 | 13.61 | 11.82 | 13.54 | 52.71 | 79.22 |
| Державні облигації | 3.88 | 8.51 | 2.77 | 8.55 | 8.18 | 60.86 | 99.12 |
| Облігації підприємств | 6.54 | 12.13 | 17.36 | 16.61 | 7.07 | 6.71 | 21.42 |
| Облігації місцевих позик | 0.67 | 0.99 | 0.79 | 0.46 | 0.03 | 0.14 | 0.46 |
| Інвестиційні сертифікати | 0.18 | 0.33 | 0.43 | 0.20 | 7.14 | 7.14 | 11.4 |
| Деривативи | 0.68 | 0.09 | 0.05 | 0.12 | 0.05 | 3.73 | 23.82 |
| Інші | 0 | 0.05 | 0.13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Усього | 16.43 | 29.05 | 35.15 | 37.76 | 36.01 | 131.29 | 235.44 |
| Частка операцій, здійснених організаторами торгів, у загальному обсязі операцій на фондовому ринку, відсотки | | | | | | | |
| Акції | 2.49 | 3.08 | 4.80 | 3.35 | 2.88 | 9.33 | 12.25 |
| Державні облигації | 14.20 | 20.83 | 4.63 | 13.68 | 8.26 | 17.19 | 11.59 |
| Облігації підприємств | 20.05 | 19.45 | 12.89 | 8.09 | 8.71 | 9.65 | 20.66 |
| Облігації місцевих позик | 30.04 | 34.74 | 18.33 | 20.91 | 4.55 | 28.00 | 27.54 |
| Інвестиційні сертифікати | 3.15 | 2.32 | 1.06 | 0.46 | 9.36 | 6.70 | 10.98 |
| Деривативи | 0.51 | 0.06 | 0.02 | 0.06 | 0.02 | 1.18 | 6.65 |
| Інші | 0.00 | 19.23 | 86.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Усього | 4.07 | 5.90 | 4.66 | 4.27 | 3.37 | 8.54 | 10.96 |

Джерело: розраховано згідно зі звітом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку "Український фондовий ринок – 2011: впевненість, стійкість та зростання". – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf. – С. 28, 32, 33.

ської системи. Така стриманість зазнавала жорсткої критики з боку багатьох експертів. Проте якість і зміст їхніх зауважень стали очевидними впродовж останніх місяців, коли середньозважені ставки за кредитами в національній валюті зменшилися від 23.4% у листопаді 2012 року до 17.6% у грудні та 15.1% у квітні 2013 року, тобто вони повернулися до позначок травня минулого року. Показово, що зменшення кредитних відсоткових ставок супроводжувалося падінням середньоденного чистого попиту на іноземну валюту. У квітні 2013 року він взагалі змінився на чисту валютну пропозицію: її щоденний обсяг за безготівковими операціями становив 9.7 млн. доларів США, а за готівковими – 5.4 млн. доларів США (в еквіваленті). Необхідно зазначити, що таке домінування пропозиції на готівковому сегменті сформувалося вперше з травня 2009 року.

Наведені приклади змушують замислитися над тим, до якого ступеня

та за яких умов регулятор має реагувати на рухи та настрої недосконалого ринку. Простої відповіді на це питання немає, проте сучасна світова фінансова криза, її причини та шляхи подолання надають підстави для серйозних дискусій на цю тему. Їх доцільність є ще очевиднішою з урахуванням того, що універсальних регуляторних рішень також немає. Іншою жвавою темою для аналізу та дискусій є валютно-курсова політика та необхідність її радикального "перезавантаження". Поширеним аргументом при цьому є "негативний вплив курсової політики на вітчизняне виробництво". Однак прискіпливий аналіз свідчить про протилежне.

Так, рівень реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні протягом 2012 року знизився на 6.5%. Здебільшого це відбулося за рахунок інфляційного диференціалу, який зменшився на 5.6%. Водночас номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК) гривні за 2012 рік змен-

шився на 0.9%, переважно у зв'язку з послабленням курсу долара США щодо основних світових валют та відповідно й гривні до них.

Показово, що в країнах Центральної та Східної Європи з ринками, що формуються, відбувалася протилежна тенденція – зміцнення РЕОК національних валют. Так, РЕОК російського рубля торік зріс на 5.7%¹, польського злотого – на 8.3%, угорського форинта – на 5.4%, румунського лея – на 5.0%². Очевидно, що такі різновекторні курсові зміни мали неоднаковий вплив на виробництво: якщо в українській економіці вони сприяли формуванню конкурентних переваг для продукції національних компаній, то в багатьох сусідніх країнах такого ефекту не було.

Що ж до перспектив монетарної політики Національного банку, то вони пов'язані з удосконаленням шляхів реалізації його основної функції, розвитком механізмів та інструментів, необхідних для її успішного виконання, вдосконаленням співпраці з урядом України, подальшим підвищенням прозорості дій центрального банку та грошово-кредитному ринку та зрозумілості його рішень для населення і бізнесу.

Реалізація зазначених завдань, безумовно, зазнаватиме впливу зовнішнього середовища. Така залежність пояснюється як торговельною відкритістю вітчизняної економіки, так і стійким підвищенням важливості для її динаміки операцій із капіталом та фінансових операцій. Триваючі невизначеності та ризики світової економіки зазвичай пов'язані з формуванням вельми специфічних викликів, гідно протистояти яким зможемо лише в разі подальшої консолідації зусиль усіх гілок влади. При цьому особливе значення матиме якість їх взаємодії з вітчизняним бізнесом, спільна розбудова оптимальних механізмів розв'язання найгостріших питань сьогодення та визначення майбутніх загальнонаціональних пріоритетів. Національний банк у цьому контексті спрямовуватиме зусилля на ефективне виконання своїх завдань та функцій, визначених законодавством та деталізованих в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік. □

¹ Розраховано за даними Центрального банку РФ.

² РЕОК польського злотого, угорського форинта і румунського лея розраховано за даними Банку міжнародних розрахунків.