

Монетарна політика/

Нові підходи Національного банку України до проведення монетарної і валютної політики

New National Bank of Ukraine approaches to carrying out the monetary and exchange rate policy

У рамках підготовки до запровадження режиму інфляційного таргетування Правління Національного банку України прийняло рішення про зміну операційних підходів до проведення грошово-кредитної політики з метою підвищення її дієвості й прозорості для учасників ринку. Рішення прийнято згідно з розробленими рекомендаціями Комітету з монетарної політики на підставі аналізу перспектив розвитку економіки та грошово-кредитного ринку.

Основні зміни полягають у посиленні дієвості облікової ставки як базової ставки грошово-кредитної політики. У цьому контексті з 6 лютого 2015 року облікову ставку НБУ підвищено з 14% до 19.5% річних. Ще однією важливою зміною стало припинення проведення Національним банком із 5 лютого 2015 року щоденних валютних аукціонів та відмова від індикативного курсу гривні. Валютний курс тепер визначається на міжбанківському ринку на підставі об'єктивних параметрів попиту і пропозиції.

Про передумови ухвалених рішень та очікувані наслідки розповіли журналістам на брифінгу 5 лютого Голова Національного банку Валерія Гонтарева, директор департаменту монетарної політики та економічно-го аналізу НБУ Сергій Ніколайчук і директор департаменту відкритих ринків НБУ Олег Чурій.

In the context of preparation for implementation of the inflation targeting regime the National Bank of Ukraine Board has taken a decision on changes in operational approaches to carrying out the monetary and exchange rate policy in order to improve its efficiency and transparency for market participants. The decision has been taken in compliance with the recommendations of the Monetary Policy Committee on the ground of the analysis of prospects for the monetary and exchange rate market development.

The main change is an increase in the efficiency of the NBU discount rate as a base rate of the monetary policy. In this context, from 6 February 2015, the NBU discount rate was raised from 14.0% to 19.5% p.a. A cessation of carrying out daily currency auctions by the National Bank of Ukraine since 5 February 2015 as well as cancellation of the indicative exchange rate of the hryvnia became another main change. Now, on the interbank market, the hryvnia exchange rate is determined on the ground of objective parameters of demand and supply.

During the briefing held on 5 February 2015, NBU Governor Valeriia Gontareva, Head of the Monetary Policy and Economic Analysis Department Serhii Nikolaichuk, and Head of the Open Market Department Oleh Churai told journalists about the prerequisites of the decisions that were taken and expected results.

Основною причиною зміни підходів до проведення грошово-кредитної політики є інфляційні ризики, що посилилися останнім часом і, як очікується, залишатимуться високими в найближчій перспективі.

“На ринку досі превалюють панічні настрої, пов’язані, на жаль, не з монетарною політикою, а з тим, що на сході України тривають активні бойові дії, котрі розбурхують бізнес-середовище і громадян”, — пояснила журналістам Голова Національного банку **Валерія Гонтарева**. За таких складних умов Національний банк намагається не відходити від заявленого ще в квітні минулого року завдання: відмови від фіксованого курсу та переходу до гнучкого курсоутворення.

Валерія Гонтарева нагадала, що з

метою пошуку рівноважного курсу гривні наприкінці минулого року Національним банком було запроваджено щоденні валютні аукціони, покликані не задовольняти попит імпортерів на валюту, а винятково відображати реальну ситуацію на ринку. Індикативний курс формувався на основі заявок від банків, яких щодня надходило близько сотні. За формулою стандартного відхилення відсікалися найвищі (явно спекулятивні) і найнижчі заявки та визначався середньозважений курс аукціону — індикативний орієнтир, який банки могли брати до уваги під час здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку. На певному етапі цей механізм працював ефективно. Однак із часом почало зростати відхилення реального

ринкового курсу від індикативного через те, що банки надсилали нерелевантні заявки. Більше того, деякі банки надсилали на аукціон заявки за індикативним курсом, а свої операції здійснювали за курсом ринковим, що посилювало диспропорції. У грудні 2014 року, коли різниця між валютними курсами сягнула 20–30%, проведення щоденних аукціонів втратило будь-який сенс. “Множинність валютних курсів завдавала реальної шкоди банківській системі та економіці”, — наголосила Валерія Гонтарева.

З початку 2015 року на нарадах у Національному банку з керівниками найбільших банків розглядалися найоптимальніші шляхи виходу із ситуації, що склалася, обговорювалися можливі механізми подальшого

пошуку курсової рівноваги. В результаті тривалих дискусій дійшли згоди щодо необхідності вільного курсоутворення, оскільки будь-які інші заходи могли бути сприйняті ринком як чергові адміністративні обмеження. “Тому Національний банк прийняв рішення про припинення проведення з 5 лютого щоденних валютних аукціонів як таких, що втратили сенс,



Валерія Гонтарева.

а також про припинення визначення індикативного курсу”, — заявила Валерія Гонтарева.

Водночас Голова Національного банку уточнила, що мова не йде про абсолютно вільний валютний ринок. Адже залишаються чинними певні адміністративні обмеження. Крім того, як і в попередні півроку, Національний банк надалі продовжуватиме здійснювати прямі валютні інтервенції на користь НАК “Нафтогаз України”. Зокрема, у січні “Нафтогазу” було продано близько півмільярда доларів. Як очікується, частина фінансової допомоги від Міжнародного валютного фонду спрямовуватиметься на поповнення резервів НБУ саме для цих цілей. Решта ринку має сама знайти рівноважний курс. “Без найбільшого імпортера, який створює найвищий попит на ринку, поки цей імпортер продовжуватиме купувати валюту з резервів Національного банку, на валютному ринку не буде панічних настроїв і пропозиція валюти перевищуватиме її попит”, — переконана Валерія Гонтарева. Щойно ситуація стабілізується, а рахунок поточних операцій буде збалансовано, то НАК “Нафтогаз України” також виходитиме на вільний валютний ринок, запевнила Голова НБУ.

Поки ж цього не сталося, аби запобігти неконтрольованому розвитку

ринкової ситуації, Національний банк застосовуватиме жорсткішу монетарну політику. Один із кроків у цьому напрямі — підвищення облікової ставки з 14% до 19.5% річних. Це має дещо обмежити надлишкову ліквідність банків та зменшити спокусу до спекуляцій на валютному ринку. “Ми переходимо від жорсткого ручного регулювання до жорсткішої монетарної політики, — заявила Валерія Гонтарева. — Вважаємо, що на сьогодні так звана пруденційна монетарна політика, а в нашому випадку більш жорстка монетарна політика, — це саме те, чого потребує ринок для вгамування паніки”.

У чому полягають нові підходи до реалізації монетарної політики докладно розповів директор департаменту монетарної політики та економічного аналізу Національного банку України **Сергій Ніколайчук**. А почав він із реальних структурних змін, спрямованих на зміцнення інституціональної незалежності регулятора. Одним із важливих кроків у рамках трансформації регулятора він назвав створення Комітету з монетарної політики, який підготував рішення про підвищення облікової ставки. За словами Сергія Ніколайчука, використання комітетів як майданчиків для прийняття рішень нині є, швидше, правилом, ніж винятком у практиці центральних банків інших країн. Переваги такого підходу полягають у прискоренні поширення інформації та її обробки, прийнятті рішень виключно фахівцями з конкретного питання, спрощенні бюрократичних процедур, ширшому залученні керівництва до процесу розробки рішень тощо.

Комітет з монетарної політики створено у формі консультативно-дорадчого органу, котрий на регулярній основі розроблятиме пропозиції та рекомендації з питань формулювання і реалізації монетарної політики та надаватиме їх тим органам, які на сьогодні відповідальні за ці рішення, а саме Правлінню і Раді Національного банку України. Після внесення змін до Закону “Про Національний банк України”, робота над розробкою яких разом з експертами активно триває, буде розглянуто питання щодо делегування комітетові від Правління права на ухвалення та затвердження рішень з монетарної політики.

До складу Комітету з монетарної політики входить 9 осіб (на сьогодні шестеро з них уже призначено). Очолює комітет Голова Національного

банку Валерія Гонтарева. У його роботі передбачена участь чотирьох заступників Голови, котрі курирують окремі напрями — банківський нагляд, блоки фінансових послуг, монетарної стабільності і ринкових операцій. На сьогодні членами комітету є перший заступник Голови Національного банку Олександр Писарук, виконувач обов’язків заступника Голови Національного банку Владислав Рашкован. Посади ще двох заступників вакантні. Також до складу Комітету з монетарної політики входять: директор департаменту монетарної політики та економічного аналізу Сергій Ніколайчук, відповідальний насамперед за інформаційно-аналітичну підтримку діяльності комітету та надання рекомендацій щодо формулювання рішень з монетарної політики; директор департаменту відкритих ринків Олег Чурій, відповідальний за впровадження ухвалених рішень на ринку; директор департаменту статистики та звітності Юрій Половнєв, який відповідає за статистичну підтримку діяльності комітету. У майбутньому до складу комітету входить також директор департаменту фінансової стабільнос-



Сергій Ніколайчук.

ті, у сфері відповідальності якого буде оцінювання впливу прийнятих рішень на фінансову і банківську системи. Організаційні питання діяльності комітету лягають на плечі його секретаря — начальника управління стратегії грошово-кредитної політики Володимира Лепушинського.

Регулярні засідання Комітету з монетарної політики відбуватимуться у 2015 році один раз на місяць, зазвичай наприкінці його, з 25 по 29 число. Після стабілізації ситуації на ринках та в економіці країни очіку-

ється зменшення частоти регулярних засідань приблизно до восьми на рік. За потреби скликатимуться екстрені засідання комітету.

Важливим аспектом роботи комітету буде широке висвітлення його діяльності для суспільства. Ухвалення рішень супроводжуватиметься публікацією прес-релізів із широким висвітленням факторів та аргументів, які лягли в їх основу. Затверджені комітетом квартальні макроекономічні прогнози обґрунтовуватимуться на прес-конференціях керівництва Національного банку з презентацією його позицій щодо поточної та прогнозованої ситуації на ринках і в економіці країни.

Сергій Ніколайчук детально прокоментував рішення, ухвалені на січневому засіданні комітету і затверджені постановою Правління НБУ від 4 лютого 2015 року № 81, а саме – про необхідність запровадження жорсткішої грошово-кредитної політики та підвищення облікової ставки з 14 до 19.5% річних. Основною причиною такого рішення стало зростання споживчої інфляції – до 24.9% за результатами 2014 року, при цьому базова інфляція зростає до 22.8% та особливо прискорилося в останні три місяці. Основним чинником прискорення темпів інфляції стало знецінення гривні в результаті реалізації накопичених у попередні роки дисбалансів та погіршення очікувань через громадсько-політичні події та військовий конфлікт на сході України. На зростання споживчої інфляції також суттєво вплинуло підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів у рамках проведення необхідних економічних реформ. Очікується, що інфляційні та девальваційні ризики залишатимуться високими і в найближчій перспективі, перш за все відображаючи значний рівень невизначеності відносно подальшого розвитку подій на сході України. Додатковими факторами підвищеного інфляційного тиску є запровадження додаткового збору на імпорتنі товари, необхідність подальшого підвищення цін на газ і житлово-комунальних тарифів тощо.

За таких умов безсумнівною є необхідність проведення жорсткішої монетарної політики Національного банку України, що сприятиме стабілізації грошово-кредитного ринку завдяки підвищенню привабливості фінансових інструментів у гривні, і, на переконання Сергія Ніколайчука, стане важ-

ливим свідченням рішучості Національного банку виконувати пріоритетне завдання з досягнення і підтримання цінової стабільності в Україні. Підвищення процентних ставок разом з іншими стабілізаційними заходами уряду і Національного банку в контексті нової програми співпраці з Міжнародним валютним фондом сприятиме уповільненню темпів інфляції вже у першому півріччі 2015 року. До кінця поточного року споживча інфляція, за уточненими прогнозами Національного банку, може становити близько 24–26% (що в реальному вимірі робить облікову ставку від’ємною), водночас очікується повернення інфляції до однозначного числа (тобто нижче 10%) уже в 2016 році.

Сергій Ніколайчук зауважив, що перш ніж прийняти рішення про підвищення облікової ставки, аналізува-



Олег Чурій.

лися не лише ймовірні позитивні впливи на інфляцію, а й оцінювалися ризики такого кроку для економічної активності та банківської системи. Він запевнив, що, на переконання фахівців Національного банку, підвищення облікової та інших процентних ставок справлятиме мінімальний вплив на активність у реальному секторі економіки, оскільки кредитування банків залишається суттєво обмеженим унаслідок підвищених ризиків ділового середовища і мало пов’язане з процентними ставками. Навіть за відносно низького значення облікової ставки на рівні 9–14% річних у 2014 році (насправді, з урахуванням темпів інфляції, – від’ємного значення ставки) загальний обсяг кредитів у національній валюті, наданих фізичним особам, знизився на 12%, а підприємствам – на 8% (падіння обсягів креди-

тування в іноземній валюті було ще більшим, відповідно – 24% і 22%). Те саме можна сказати і про економічну активність. Падіння ВВП, темпи якого оцінюються фахівцями Національного банку на рівні 6.7% у 2014 році і 4–5% у 2015 році, має перш за все структурний характер і зумовлено факторами з боку пропозиції (військовим конфліктом та невизначеністю, яка стримує інвестиційні процеси). І хоча від’ємний розрив ВВП є досить суттєвим – 8–9% від потенційного ВВП, конвергенція фактичного ВВП до свого потенційного рівня у середньостроковій перспективі можлива лише внаслідок макрофінансової стабілізації, чому сприятиме і жорсткіша грошово-кредитна політика.

Важливе питання – вплив підвищених процентних ставок на стабільність банківської системи. За словами Сергія Ніколайчука, аналіз ризиків підвищення процентних ставок засвідчив, що вони є відносно низькими порівняно з ризиками подальшої девальвації гривні. Крім того, загальне підвищення процентних ставок у банківській системі має стати одним із факторів поновлення припливу депозитів фізичних осіб у банківську систему, чому також сприятиме загальна макрофінансова стабілізація в країні.

Разом із підвищенням рівня облікової ставки Національний банк України має намір суттєво посилити її роль як ключової ставки монетарної політики і базової для визначення процентних ставок за іншими інструментами грошово-кредитної політики Національного банку. Це, у свою чергу, відобразиться на ставках міжбанківського кредитного ринку, а в подальшому – і на рівні процентних ставок за кредитами і депозитами в комерційних банках. На цьому наголосив директор департаменту відкритих ринків Національного банку України **Олег Чурій**. Він докладно зупинився на інструментах управління ліквідністю, які нині є в арсеналі Національного банку. Їх можна умовно поділити на два основні підтипи:

- інструменти з абсорбції (поглинання) ліквідності;
- інструменти з надання ліквідності.

До перших, тобто інструментів з абсорбції, або залучення ліквідності, належать депозитні сертифікати НБУ. Аукціони за депозитними сертифікатами проводяться щоденно на строки від 1 до 90 днів.

Кредити рефінансування належать до інструментів із надання ліквідності. Є кілька типів таких кредитів: “овернайт” – автоматичний механізм на щоденній основі, який використовують банки в основному для дотримання нормативів НБУ, зокрема для нормативів резервування. Ще один поширений механізм – тендер рефінансування, який проводиться щосереді: тричі на місяць на строк 2 тижні і один раз на місяць на строк до 90 днів. Рефінансування

них випусків ОВДП з гарантією викупу цих паперів за визначеною ціною. Механізм подвійного котирування спрямований на абсорбування надлишкової ліквідності банків та підвищення їхнього інтересу до державних цінних паперів.

Олег Чурій назвав ще кілька цифр, які свідчать про здійснення Національним банком з початку 2015 року послідовних кроків у напрямі жорсткішої грошово-кредитної політики. Так, за перший місяць поточного ро-

ту. Також Національним банком ініціюється законодавче розширення повноважень своїх кураторів у банках з одночасним посиленням їхнього захисту. Як відомо, куратори нині введени в усі банки, котрі отримали стабілізаційне рефінансування. Валерія Гонтарєва заявила про значну сегментованість банківської системи: є категорія банків із надлишковою ліквідністю, а є проблемні банки, з якими Національний банк предметно працює. На сьогодні вже вимальовуються загальні обриси очищення банківської системи. “Переконана, що наші титанічні зусилля з очищення банківського сектору та зміцнення законодавчої бази однозначно дадуть позитивні результати”, – висловила впевненість Валерія Гонтарєва.

Голова Національного банку повідомила, що впродовж 2015 року заплановано зростання монетарної бази на 27%, або на 91 млрд. грн. У числі цих коштів враховано прибуток Національного банку за 2014 рік в обсязі близько 65 млрд. грн., який буде перераховано до державного бюджету України. Валерія Гонтарєва наголосила, що НБУ дуже жорстко дотримуватиметься заявлених критеріїв, оскільки політика так званого фіскального домінування надалі є неприйнятною.

Відпускаючи валютний курс та запроваджуючи жорсткішу монетарну політику, Національний банк прагне врегулювати ситуацію на валютному ринку. Адаже головною складовою інфляції минулого року були не тарифи, а курс валюти, від якого залежить рівень цін на імпортовані товари. Звичайно, важко уявити, що облікова ставка 19.5% сприятиме розвитку економіки, погодилася Валерія Гонтарєва. Комплекс жорстких монетарних заходів вона назвала превентивними заходами для стабілізації ситуації у фінансовому секторі. Вони запроваджуються не назавжди. “Тільки-но ситуація стабілізується й економіка почне переходити до фази зростання, ви побачите прямо протилежні дії з боку Національного банку України”, – запевнила Валерія Гонтарєва.

□

Підготував до друку
Юрій Матвійчук,
Prepared by
Yurii Matviichuk,

“Вісник Національного банку України”.
“Herald of the National Bank of Ukraine”.

Фото **Владислава Негребецького.**
Photos by **Vladyslav Nehrebetskyi.**



Брифінг у Національному банку України висвітлювали десятки вітчизняних і зарубіжних засобів масової інформації.

банком видається лише під високоліквідну заставу, як правило, під державні цінні папери – облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). У деяких випадках заставою може також бути іноземна валюта. Усе рефінансування з метою управління ліквідністю видається за допомогою програмного комплексу, що усуває вплив суб’єктивного фактора.

У зв’язку з підвищенням облікової ставки до 19.5% ставка рефінансування за кредитами “овернайт” зросла із 17.5% до 23%, депозитні сертифікати зросли на 2%: “овернайт” пропонується під 13%, на триваліші терміни – під 14–15%, ставка за основним інструментом надання ресурсів – тендером рефінансування дорівнює обліковій ставці 19.5%. Таким чином, операційна система грошово-кредитної політики, наріжним каменем якої відтепер є облікова ставка, стала простішою та прозорішою для учасників ринку.

На доповнення до традиційних інструментів Національним банком у лютому відновлено дію ще одного інструменту оперативного управління ліквідністю – операцій із двостороннього котирування короткострокових (до трьох місяців) державних облігацій. За словами Олега Чурія, щосереді НБУ виставляє для банків котирування на купівлю і продаж пев-

ку залишки за короткостроковими та “овернайт” тендерами рефінансування зменшилися із 13.2 млрд. до 11 млрд. грн. Натомість обсяг операцій з абсорбування ліквідності через державні сертифікати збільшився з 19.8 млрд. грн. до 22.3 млрд. грн. на початок лютого. Таким чином Національний банк вилучив із ринку ліквідності на суму понад 5 млрд. грн.

Голова Національного банку Валерія Гонтарєва додала, що впродовж минулого року із банківської системи було абсорбовано 24 млрд. грн. надлишкової ліквідності. За її оцінкою, на сьогодні у банківській системі є приблизно 30 млрд. грн. вільних ресурсів для кредитування економіки. Тобто ліквідності не бракує, відсутність кредитів для реального сектору вона пов’язує винятково з політичними ризиками та ризиками бізнес-середовища, побоюванням неповернення коштів. У цьому зв’язку Валерія Гонтарєва нагадала про роботу Національного банку над законопроектом про захист прав кредиторів, покликаним мінімізувати ризики неповернення кредитів. Серед інших важливих законодавчих ініціатив – підвищення відповідальності акціонерів банків за інсайдерське кредитування, відповідальності менеджменту банків за маніпуляцію фінансовою звітніс-