

УДК 338.2:336.7 (043.3)

В. П. Загарій,  
здобувач, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

# ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У ПОСТКРИЗОВИЙ ПЕРІОД ТА ЇЇ ВІДПОВІДНІСТЬ ЗАВДАННЯМ ДОСЯГНЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

V. Zagarii,  
PhD candidate, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

MONETARY POLICY IN UKRAINE IN THE POST-CRISIS PERIOD AND ITS RELEVANCE  
TO THE TASK OF ACHIEVING FINANCIAL SECURITY OF THE STATE

**У статті охарактеризовано монетарну політику НБУ у кризовий та посткризовий періоди. Визначено, що одним із вирішальних факторів підтримки монетарної стабільності в країні як основи фінансової безпеки держави є золотовалютні резерви. На основі аналізу функціонування фінансової системи держави виявлено загрозу фінансовій безпеці держави у наслідок режиму фіксованого валютного курсу. Досліджено кроки НБУ задля мінімізації зазначеної загрози та запропоновано зміну орієнтирів у проведенні монетарної політики.**

**The NBU's monetary policy during the crisis and post-crisis periods is characterized in the article. The gold and foreign exchange reserves of the state are determined to be the decisive factors in support of the monetary stability in the country as the basis for the financial security. A threat to financial security of the state as a result of a fixed exchange rate is detected after the analyses of the results of the functioning of the financial system of the state. The NBU's measures for minimization of the determined threat are discovered; the changes in the guidelines for monetary policy are proposed.**

*Ключові слова: фінансова безпека, монетарні заходи, монетарні інструменти, грошово-кредитна політика, девальвація національної грошової одиниці, золотовалютні резерви держави.*

*Key words: financial security, monetary measures, monetary instruments, monetary policy, devaluation of the national currency, gold and foreign exchange reserves of the state.*

## ВСТУП

Грошово-кредитна політика у період світової фінансової кризи повинна була бути спрямована на утримання стабільності грошової системи та банківського сектору як основного механізму взаємодії економічних агентів та забезпечення ефективності національного господарства через рух грошових потоків між суб'єктами господарювання. Проте зростаюча залежність України від світової економіки та фінансової системи зокрема стала не лише ключовою причиною поширення кризових тенденцій у національному фінансовому секторі, а й ускладнила використання монетарних важелів, які були направлені на подолання кризових

явищ. В той же час криза набула чіткого фінансового вираження і для виходу з неї, поряд із структурними заходами держави, мали застосовуватись ефективні монетарні інструменти.

## АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідження грошово-кредитної політики та практичного використання монетарних важелів в процесі досягнення фінансової безпеки держави у посткризовий період знайшли своє відображення в працях наступних учених: О.І. Барановського, Т.П. Богдана, М.М. Єрмошенка, А.М. Мороза, В.М. Опаріна, В.Ф. Савченка, В.М. Федосова. Проте при всій

важливості проведених досліджень потребують подальшого розвитку питання оптимізації інструментів грошово-кредитного регулювання в процесі досягнення фінансової безпеки України. Незавершеність наукових розробок у даній сфері та істотна практична значущість цієї проблеми в процесі забезпечення фінансової безпеки нашої держави підкреслює об'єктивний характер актуальності теми дослідження.

## ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Охарактеризувати монетарну політику НБУ у кризовий та посткризовий періоди. Проаналізувати результати функціонування фінансової системи держави на предмет виявлення загроз фінансовій безпеці. Дослідити кроки НБУ задля мінімізації виявлених загроз та запропонувати кроки для оптимізації монетарної політики держави.

## РЕЗУЛЬТАТИ

Світова фінансова криза продемонструвала, в першу чергу, структурну вразливість національної економіки та її фінансової системи зокрема. Тому пріоритетом монетарної політики у посткризовий період повинно бути забезпечення структурної модернізації фінансової системи на основі консолідації завдань макроекономічної стабілізації та монетарного стимулювання економічного зростання. Дана консолідація повинна базуватись на поєднанні антикризових та ефективних монетарних заходів, які були б спрямовані на модернізацію фінансової системи країни, підвищення рівня фінансової безпеки держави та зменшення залежності власної монетарної політики від рішень світових фінансових інститутів.

Проте ефективній реалізації монетарної політики у посткризовий період перешкоджає досить суттєва сегментація фінансової системи країни (це породжує додаткові загрози фінансовій безпеці держави) через існування специфічних особливостей перебігу економічних та фінансових процесів в Україні таких, як наявність протягом тривалого періоду потужної дії немонетарних факторів інфляції; переспрямування потоків фінансових ресурсів у державний сектор економіки; наявність розриву між можливостями банківської системи надавати кредитні ресурси та здатністю нефінансового сектору економіки дані ресурси ефективно використовувати та інше [1]. При цьому параметри безпеки фінансового сектору національної економіки дуже гостро реагують не тільки на зміни грошової пропозиції в країні, процентної ставки, валютного курсу, а й на зміну зовнішніх умов розвитку світової фінансової системи. За таких умов посткризовий період повинен був розпочатися не лише з відновлення цілісності фінансової та економічної системи загалом, але й переходу у нову фазу розвитку фінансового сектору національної економіки, який відповідав би завданням досягнення фінансової безпеки держави та став би передумовою поступального економічного розвитку. Період світової фінансової кризи характеризувався складними негативними процесами в монетарній сфері національної економіки. Криза посилює існуючі проблеми в розвитку грошово-кредитних відносин в Україні, що суттєво ускладнює функціонування грошово-кредитного ринку сьогодні та обмежує використання певного ряду монетарних інструментів для оздоровлення економіки. Проте період 2008—2009 рр. посприяв формуванню необхідних передумов для реструктуризації та якісного оновлення грошово-кредитної системи та використання накопиченого деструктивного потенціалу для формування ефективного механізму забезпечення фінансової безпеки держави.

Монетарна політика НБУ на етапі посткризового відновлення спрямовувалась, в першу чергу, на:

- зміну механізму формування пропозиції грошей у напрямі зростання внутрішніх джерел та зменшення ролі зовнішнього каналу монетизації;

- активізацію формування внутрішніх фінансових джерел для послаблення залежності економіки України від світової фінансової кон'юнктури;

- забезпечення фінансової стабільності в країні та сприяння зниженню боргового навантаження на економіку.

На початку 2010 року відзначалось послідовне подолання ризиків дестабілізації та встановлення відносної незмінності основних показників монетарної стабільності. Так, у січні — квітні ціни активно зростали (на 4,7% загалом), а вже в липні спостерігалася дефляція (ціни зменшились на 1,6%). За даними Держкомстату, темпи зростання індексу споживчих цін протягом 2010 року поступово знижувались та на кінець періоду становили 109,1%. Така тенденція, в основному, сформувалась під впливом [1]:

- стабілізації ситуації на валютному ринку та зміцнення номінального курсу гривні, що спостерігалось протягом першого півріччя 2010 року і призвело до зниження імпортованої продукції;

- спадання темпів споживчого кредитування, що стримувало споживчий попит;

- зниження інфляційних очікувань внаслідок відносно стабілізації політичної ситуації в країні;

- уповільнення зростання базової інфляції внаслідок здешевлення продовольчих товарів та нижчого за потенційний споживчого попиту;

- стримування підвищення адміністративно-регульованих цін та тарифів;

- закінчення дії тимчасового шоку з боку пропозиції за окремими групами продовольчих товарів.

Проте слід зазначити, що значний вплив немонетарних факторів у посткризовий період та низька еластичність цін по відношенню до факторів, які сприяли їх зниженню, призвело до вибухового зростання цін уже на початку 2011 року. Посилився інфляційний вплив таких чинників: грошова маса в обігу зростає на 18,3% за 2010 рік; прискорилося підвищення індексу цін виробників на 18,0% з початку 2010 року; послабився обмежувальний вплив фіскальної політики (протягом 2010 року активно гасилися борги із зарплат та пенсій, що підвищило загальний споживчий попит). За таких умов підтримувати монетарну стабільність у посткризовий період було не простим завданням.

Різкий обвал, що спостерігався в період кризи в цілому було зупинено, але загалом економіка України в посткризовий період і до сьогодні перебуває у стані стагнації. Сьогодні небезпека відновлення рецесії, пов'язаної з можливим крахом євросони, поглибленням кризи в Азії та нестабільними відносинами з Росією, незважаючи на нові угоди, підписані нещодавно, робить нашу державу серйозно залежною від зовнішніх обставин. За таких умов одним із вирішальних факторів підтримки монетарної стабільності в країні як основи фінансової безпеки держави є саме золотовалютні резерви НБУ, про що ми неодноразово говорили вище. Тим паче, умовна прив'язка гривні до долара США передбачає, що курс національної грошової одиниці і в цілому грошовий ринок повинні підтримуватись офіційними резервами держави.

Основними внутрішніми факторами поповнення міжнародних резервів у посткризовий період були купівля іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку, надходження коштів від розміщення ОЗДП. Проте у період виходу України із кризи одним із основних джерел збільшення резервів було надходження чергових траншів від МВФ (у серпні та грудні 2010 року на суму 3,4 млрд дол. США) та кредиту (у червні 2010 року на суму 2 млрд дол. США). Крім того, слід зазначити, що доходи від управління міжнародними резервами НБУ у посткризовий період щорічно зростають: у 2012 році НБУ отримав 657,3 млн дол. США, у 2011 році — 591,3 млн дол. США, у 2010 році — 433,3 млн дол. США.

Таблиця 1. Офіційні резервні активи Національного банку України, млн дол. США

Період	Офіційні резервні активи			
	всього	в тому числі		
		Резерви в іноземній валюті	СПЗ	Золото
2009	26505	25493	64	948
2010	34576	33319	8	1249
2011	31793	30391	17	1385
2012	24546	22646	10	1890
2013 (жовтень)	20633	18792	39	1802

Джерело: річні звіти НБУ [2—5].

При цьому середня дохідність операцій з управління міжнародними резервами також має тенденцію до збільшення: у 2012 році — 1,9%, у 2011 році — 1,7%, у 2010 році — 1,4%.

З таблиці 1 видно, що обсяг офіційних резервних активів НБУ в гривневому еквіваленті (по курсу НБУ — 798,50 за 100 дол. США) на кінець 2010 року становив 34576 млн дол. США, що є найбільшим обсягом резервів у посткризовий період. З позиції забезпечення зовнішньої стабільності гривні — це, однозначно, позитивний момент, але, слід зазначити, що даний обсяг міжнародних резервів на 22,3% був більшим за обсяг грошової бази в цей рік та в 1,5 рази перевищував загальний обсяг готівкових коштів.

Таким чином, виникла загроза фінансовій безпеці держави, коли розширення грошової пропозиції відбувається не за рахунок внутрішніх активів (кредитів комерційних банків та ін.), а шляхом зростання обсягів офіційних резервних активів НБУ. Це стало наслідком режиму фіксованого валютного курсу, про наслідки якого ми згадували в попередньому підрозділі. Водночас задля забезпечення фінансової безпеки держави дана ситуація в теорії передбачає вдале використання синтезу трьох режимів грошово-кредитної політики:

- валютного таргетування — підтримання стабільності обмінного курсу гривні щодо іноземних валют;
- монетарного таргетування — підтримання визначеного рівня грошової маси в обігу задля забезпечення стабільного попиту на гроші з боку населення України;
- інфляційного таргетування — визначення певного рівня інфляції, який має підтримуватися за допомогою заходів грошово-кредитної політики.

Проте ми вже акцентували свою увагу на тому, що на практиці одночасно забезпечити досягання всіх цілей монетарної політики та фінансової безпеки держави практично неможливо через необхідність використання різноспрямованого монетарного інструментарію.

У посткризовий період НБУ, обмежуючи свою присутність на ринку, переважно проводив інтервенції з метою запобігання різким курсовим ситуаційним коливанням національної грошової одиниці та збереження її прогнозованої динаміки. Слід відмітити, що сальдо інтервенцій НБУ за 2010 рік було додатним — близько 1,3 млрд дол. США у еквіваленті, що стало одним із чинників відновлення втрачених протягом кризи міжнародних резервів. Однак вже в 2012 році динаміка попиту та пропозиції на міжбанківському валютному ринку була нерівномірною протягом року, як наслідок, у даному році сальдо було від'ємним та становило "мінус" 7,5 млрд дол. США. Загалом же за період 2011—2012 рр. сальдо валютних інтервенцій НБУ склало майже "мінус" 13,0 млрд дол. США, а сальдо купівлі-продажу готівкової валюти населенню — "мінус" 27 млрд дол. США. Як наслідок, приріст готівкової валюти поза банківською системою за 2012 рік сягнув позначки у 8,8 млрд дол. США, крім того в обороті у 2012 році перебувало близько 80 млрд дол. США та іншої іноземної валюти, тоді як в кризовому 2008 році — 38 млрд дол. США. Слід розуміти, що ця валюта використовувалась не тільки для збереження заощаджень

населення, а, в основному, для розрахунків у тіньовому секторі економіки.

Зрозуміло, що від'ємні інтервенції НБУ поступово виснажують офіційні резерви. Дані таблиці 1 вище свідчать про те, що за період 2011—2012 рр. вони зменшилися на 10 млрд дол. США — 2012, коли сподівались, що даний захід забезпечить приплив капіталу в країну. Таким чином, рівень девальваційного тиску на гривню значно посилюється, а передумов для якісного внутрішнього поповнення золотовалютних резервів, на жаль, ми не маємо, оскільки і сьогодні ми можемо відзначити щорічне зростання негативного сальдо зовнішньої торгівлі (рис. 1) і, як наслідок, дефіцит платіжного балансу.

За таких умов, коли резервні активи НБУ практично цілком направлені на підтримку стабільності курсу гривні, врівноваження платіжного балансу країни та на погашення раніше взятих кредитів, коли вони (офіційні резерви) стабільно зменшуються і не можуть бути направлені на реалізацію програм по підтримці та нарощуванню виробництва суспільного продукту, а відтак не сприятимуть зростанню експорту, виникає ризик, якщо не повторення внутрішньої системної кризи 2008—2009 рр., то появи ознак економічної депресії, викликаной, в першу чергу, монетарною нестабільністю в країні. В даному випадку монетарна нестабільність може бути наслідком продовження політики утримання валютного курсу будь-якою ціною, що ми по факту відзначаємо сьогодні.

Як результат, ми маємо замкнуте коло, коли держава не може забезпечити позитивне сальдо зовнішньоторгівельної діяльності, що призводить до зменшення обсягів золотовалютних резервів НБУ, які до того ж скорочуються через проведення валютних інтервенцій для підтримки стабільності національної грошової одиниці. В такій ситуації, які б заходи щодо оптимізації та підвищення ефективності управління офіційними резервами НБУ не проводив, вони не матимуть значного ефекту, тобто не спроможні будуть забезпечити навіть часткове покриття видаткової частини золотовалютних резервів, про яку ми говорили вище. Золотовалютні резерви держави продовжуватимуть зменшуватись.

Виникає парадоксальна ситуація, коли політика підтримки (або, скоріше, утримання) стабільності гривні як основної складової фінансової безпеки держави, не тільки здатна порушити монетарну стабільність в Україні в середньостроковій перспективі, тобто призвести до появи додаткових ризиків фінансової безпеки, а й підвести українську економіку до межі, де буде відзначатись тотальний спад суспільного виробництва, постійне щорічне скорочення експорту (що й відзначається вже сьогодні, враховуючи дані рис. 1), коли золотовалютні резерви будуть формуватись, в основному, за рахунок зовнішніх запозичень і витрачатимуться, знову ж таки, на фінансування дефіциту платіжного балансу України та на забезпечення досягнення нібито основної монетарної цілі, яка є складовою фінансової безпеки держави, — стабільності гривні. Тобто забезпечення даної скла-

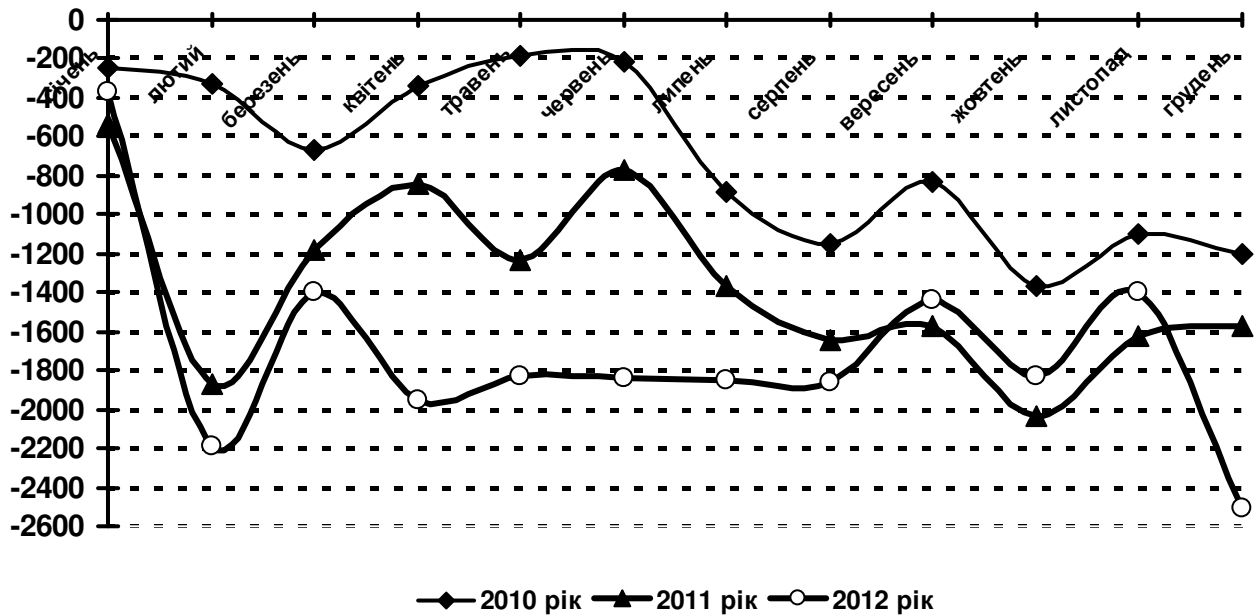


Рис. 1. Сальдо зовнішньої торгівлі у 2010–2012 рр.

Джерело: річні звіти НБУ [3–5].

дової тими способами, які сьогодні використовують державні органи, може призвести в майбутньому до ще більших проблем у фінансовому секторі національної економіки, ніж ті, що ми маємо сьогодні.

Єдиним виходом у цій складній для національної фінансової системи ситуації може бути не тільки зміна орієнтирів у проведенні монетарної політики, насамперед, відмова від штучного утримання гривні, а й продовження та посилення співпраці з МВФ, тому що без коштів цієї міжнародної організації Україна не зможе проводити ефективні реформи, в тому числі й у реалізації монетарної політики, та гарантувати монетарну стабільність сьогодні, а відтак і забезпечити фінансову безпеку нашої держави. Адже, на жаль, наявні золотовалютні резерви, які до того ж постійно зменшуються, суттєвий зовнішній борг та складна ситуація у зовнішньоторговельному секторі, не можуть дати надію на позитивні структурні зміни в економіці в цілому на сьогоднішній день. Проте останні події в Україні із призупинення підписання угоди про асоціацію з ЄС та відновлення активних взаємовідносин з Росією фактично унеможливають подальшу співпрацю з МВФ, в основному, через невиконання вимог міжнародної організації. Так, дії керівництва держави виглядали б непослідовними, якби відбулось збільшення тарифів на газ для населення в той час, коли Україна отримала знижку на "блакитне паливо" від Росії. Підписання нових угод з нашим північним сусідом, звичайно, забезпечило тимчасове поповнення золотовалютних резервів, проте в угодах прописана можливість припинення фінансування Росією при зміні курсу Україною чи невиконання нами певних (на жаль, невідомих для народу) умов. До того ж ціна на газ за умовами підписаних угод також може змінюватись щоквартально. Тому питання забезпечення поповнення офіційних резервів НБУ залишається відкритим.

### ВИСНОВКИ

То ж сьогодні Україна стоїть на порозі значних структурних перетворень, які стосуються не тільки зміни вектору грошово-кредитної політики, але й питань, пов'язаних з зовнішньоторговельними відносинами нашої держави з іншими країнами та міжнародними організаціями, зокрема з МВФ. Дані структурні перетворення напругу будуть впливати на можливість наповнення та ефективного управління золотовалютними резервами НБУ як основи монетарної

стабільності в країні та забезпечення фінансової безпеки держави в цілому.

### Література:

1. Аналітична записка "Щодо пріоритетів грошово-кредитної політики в після кризовий період" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/469>
2. Річний звіт НБУ за 2009 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66438>
3. Річний звіт НБУ за 2010 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77106>
4. Річний звіт НБУ за 2011 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938>
5. Річний звіт НБУ за 2012 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=1152406>

### References:

1. The National Institute for Strategic Studies (2010), "On the priorities of monetary policy in the post-crisis period", available at: <http://www.niss.gov.ua/articles/469> (Accessed 13 December 2010).
2. The official site of the National Bank of Ukraine (2009), "Annual Report of the NBU for 2009", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66438> (Accessed 24 January 2010).
3. The official site of the National Bank of Ukraine (2010), "Annual Report of the NBU for 2010", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77106> (Accessed 21 February 2011).
4. The official site of the National Bank of Ukraine (2011), "Annual Report of the NBU for 2011", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938> (Accessed 21 February 2012).
5. The official site of the National Bank of Ukraine (2012), "Annual Report of the NBU for 2012", available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=1152406> (Accessed 1 March 2013).

Стаття надійшла до редакції 11.03.2014 р.