

УДК 336.748.4

С. М. Тимків

Львівський національний університет імені І. Франка, Україна

РОЛЬ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НБУ У ДОСЯГНЕННІ МОНЕТАРНОЇ РІВНОВАГИ В УКРАЇНІ

Проаналізовано особливості застосування монетарних інструментів Національним банком України у 1992–2008 рр. для досягнення монетарної рівноваги у національній економіці.

Ключові слова: монетарні інструменти, монетарна рівновага, інфляція, обмінний курс.

Проанализированы особенности применения монетарных инструментов Национальным банком Украины в 1992–2008 гг. для достижения монетарного равновесия в национальной экономике.

Ключевые слова: монетарные инструменты, монетарное равновесие, инфляция, обменный курс.

The peculiarities of the use of monetary instruments by the National Bank of Ukraine in years 1992–2008 to achieve the monetary equilibrium in the national economy are analyzed.

Keywords: monetary instruments, monetary equilibrium, inflation, exchange rate.

Складна соціально-економічна ситуація, що склалася в Україні внаслідок світової фінансово-економічної кризи, зумовлює необхідність критичного аналізу використання Національним банком України монетарних інструментів. Для розуміння особливостей грошово-кредитної політики центрального банку відносно кризи 2008 р. важливим є ретроспективний огляд дій НБУ у період попередньої кризи 1998 р.

Дослідженням впливу монетарного інструментарію центрального банку на монетарну рівновагу в економіці займалися відомі зарубіжні та вітчизняні науковці, серед яких – Т. Вахненко, В. Геєць, Н. Георгієв, Н. Гребеник, С. Денізер, Р. Десай, О. Дзюблюк, С. Моїсеєв, С. Панчишин, О. Петрик, М. Савлук, С. Стельмах та багато інших. У сучасних умовах необхідний детальний аналіз реалізації грошово-кредитної політики у складних ситуаціях (гіперінфляції 1992–1994 рр., фінансової кризи 1998 р.) та у період економічного піднесення 2000–2008 рр. для уникнення помилок у реалізації стабілізаційних заходів НБУ.

Метою статті є дослідження особливостей застосування монетарних інструментів НБУ для боротьби з інфляцією та досягнення монетарної рівноваги у вітчизняній економіці у період трансформаційного спаду і відновлення економічного зростання.

У перші роки незалежності грошово-кредитна політика Національного банку України, в основному, була спрямована на вирішення поточних політичних та соціально-економічних завдань держави, що призвело до усунення обмежень з нарощування пропозиції грошей і до гіперінфляції (1992–1994 рр.). Характерною ознакою перших років трансформаційного періоду була політика фінансового стримування. Західні економісти, говорячи про фінансове стримування (з англ. *financial repression* – фінансове стримування, чи інакше фінансова репресія), мають на увазі набір законодавчих актів, політичних заходів і неформальних засобів регулювання,

які спричиняють спотворення цін фінансових ресурсів (процентних ставок та валютного курсу) і унеможливають повноцінне функціонування фінансових посередників [1, с. 3]. Політика фінансового стримування характеризується вибірковою кредитною політикою і валютним регулюванням. Основними її інструментами є високі норми резервних вимог та обмеження процентних ставок [2, с. 39]. Уряди країн, що розвиваються, здійснюють таку політику, в основному, задля отримання ресурсів для фінансування дефіциту бюджету. В Україні підставою для проведення політики фінансового стримування стало прагнення уряду забезпечити достатніми фінансовими ресурсами окремі підприємства та галузі.

Першим кроком до становлення самостійної валютної політики було введення НБУ у листопаді 1992 р. перехідної національної валюти – карбованця (в готівковому обігу – купонів). Це дало Національному банку можливість самостійно регулювати емісію та потоки грошей. Проте, М. Стельмах вказує на низку недоліків, що супроводжували перший етап грошової реформи, а саме: відсутність належного юридичного статусу купона, обмеженість сфери його обігу, розрив у часі між введенням купона та українського карбованця. Ці чинники, у поєднанні з інфляційними процесами та м'якою монетарною політикою того часу, стали підґрунтям для знецінення купоно-карбованця щодо рубля та інших іноземних валют [3, с. 88]. Відповідно до Декрету Кабінету Міністрів, з грудня 1992 р. офіційний курс українського карбованця встановлювався за результатами торгів на міжбанківській валютній біржі. Комерційним банкам надавалась можливість установа власних курсів з відхиленням від офіційного $\pm 2,5\%$.

Однак установа плаваючого курсу супроводжувалось низкою негативних чинників: відсутністю належних умов для розвитку зовнішньоекономічного потенціалу країни; відсутністю у держави необхідних золотовалютних резервів; розвитком інфляційних процесів, а також значним дефіцитом платіжного балансу. У результаті, попит на валюту значно перевищував її пропозицію, що спричинило падіння валютного курсу. Від 12 серпня 1993 р. Національним банком України, згідно з рішеннями уряду, було запроваджено фіксований курс українського карбованця відносно долара США, німецької марки та російського рубля. Проте фіксація валютного курсу не обійшлась без негативних наслідків, зокрема: зменшення експорту продукції з оплатою в іноземній валюті; загострення проблеми дефіциту платіжного балансу; збільшення відпливу капіталів за кордон; зростання обсягів спекулятивних операцій і зловживань, пов'язаних із різницею між офіційним фіксованим курсом національної валюти та реальним ринковим його значенням [4, с. 9–10]. Ціни в 1993 р. зросли на 10156 % [5]. У цей період НБУ практично був позбавлений самостійності і постійно зазнавав тиску з боку законодавчої і виконавчої влади (нарощування емісії; адресне кредитування окремих підприємств і галузей економіки) [6, с. 813].

З вересня 1993 р. в Україні було принаймні чотири обмінних курси валюти: офіційний курс НБУ, аукціонний, комерційний курс купівлі-продажу готівки та курс чорного ринку. Така валютна політика мала ба-

гато негативних наслідків, серед яких: погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу України, розвиток тіньової економіки, втрата валютних резервів тощо. Основною причиною цих наслідків були спекуляції з боку всіх суб'єктів економічної діяльності, які намагалися використати різницю в курсах для отримання прибутку, що, в свою чергу, означало додаткові витрати та збитки для держави [7, с. 5].

У 1994 р. грошово-кредитна політика НБУ, перш за все, була спрямована на подолання інфляції. Однак антиінфляційні заходи НБУ не мали підтримки органів законодавчої та виконавчої влади. Через розбіжності у курсах фіскальної та монетарної політики, стабілізаційні заходи НБУ переважно мали локалізований ефект на монетарну сферу і майже не вплинули на сферу виробництва та державні фінанси [8, с. 388–389].

Щоб стабілізувати певною мірою курс карбованця до іноземних валют, від жовтня 1994 р. НБУ запровадив уніфікований курс карбованця до іноземної валюти, який визначався за результатами торгів на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ). Задля захисту національної валюти з листопада цього ж року не видавалися ліцензії на здійснення торгівлі та надання послуг з оплатою в іноземній валюті, таким чином обмежено готівковий обіг іноземної валюти [3, с. 91].

Отже, у 1994 р. НБУ вдався до обмежувальних заходів, спрямованих на стримування темпів інфляції та досягнення фінансової стабільності, а саме: було підвищено облікову ставку (реальний рівень облікової ставки протягом 1992–1994 рр. становив -35 %, -85 % і -21 % відповідно, а вже на кінець 1995 р. становив близько +3 %); відсотки за кредитними та депозитними операціями банків виведено на позитивний відносно інфляції рівень; підвищено норму резервування (з 15 до 25 %); замість централізованого розподілу кредитних ресурсів запроваджено кредитні аукціони, внаслідок чого розподіл коштів між банками набув ринкового характеру; запроваджено операції з державними цінними паперами як основне джерело покриття дефіциту бюджету (у 1995 р. державні облігації покривали лише 7,4 % дефіциту бюджету, 1996 р. – 37 %, 1997 р. – 71,3 %). Темпи інфляції знизилися з 501 % у 1994 р. до 139,7 % у 1996 р., уповільнився темп спаду виробництва – 22,9 % до 10 % відповідно [9, с. 14].

Монетарна політика НБУ 1995 р. була послідовнішою і жорсткішою. У березні 1995 р. розпочато випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Як зазначає Т. Вахненко, запровадження ОВДП в Україні мало насамперед антиінфляційний характер: через встановлення надвисокої доходності ОВДП, по суті, проводилась політика з відволікання спекулятивного капіталу з валютного ринку в операції з державними цінними паперами та забезпечення на цьому ґрунті стабільності обмінного курсу і споживчих цін [10]. Однак така політика мала негативні наслідки для виробничої сфери та бюджету країни.

Т. Вахненко, проаналізувавши функціонування ринку ОВДП в Україні, дійшла висновку, що «під приводом забезпечення неемісійного фінансування дефіциту бюджету в Україні була реалізована надзвичайно витратна та не менш інфляційно небезпечна (ніж при залученні прямих кредитів

НБУ) система залучення емісійних коштів до бюджету». Таке фінансування державного бюджету, до того ж, супроводжувалося зростанням тягаря відсоткових виплат і спустошенням валютних резервів країни [10, с. 105]. Іншої думки щодо тотожності операцій з придбання ОВДП і прямих кредитів НБУ дотримується В. Шевчук. Він погоджується, що, на перший погляд, придбання ОВДП на первинному ринку справді нагадує безпосереднє кредитування дефіциту бюджету, але «потенційний недолік (високі кошти обслуговування державного боргу) нівелюється істотними перевагами з погляду суб'єктивного формування інфляційних очікувань». Тим самим, В. Шевчук стверджує, що інфляційні наслідки від операцій з ОВДП були меншими, ніж могли б бути у разі безпосереднього фінансування дефіциту бюджету [11, с. 389].

У табл. 1 наведено дані щодо результатів аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку, починаючи з 1995 р. і до жовтня 2008 р., тобто до початку фінансової кризи в Україні. Як бачимо, всупереч світовій практиці (де державні цінні папери мають найнижчу доходність у зв'язку з їхньою високою надійністю), ОВДП в Україні – надзвичайно високодохідний фінансовий інструмент. За не найкращої ситуації в країні, Україна дозволяла собі виплачувати понад 85 % річних. Варто звернути увагу на обсяги розміщених ОВДП на первинному ринку. У 1996–1997 рр. облігації внутрішньої державної позики стали основним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів. У зв'язку зі значною доходністю за цінними паперами, активність вітчизняних та іноземних інвесторів на фондовому ринку була досить високою, про це свідчать рекордні обсяги розміщених облігацій у 1997 та 1998 рр.

Від 1996 р. учасниками ринку ОВДП стали нерезиденти, активна участь яких спостерігалася в четвертому кварталі цього ж року, після прийняття Постанови Кабінету Міністрів №1022 від 31.08.96 «Про здійснення нерезидентами операцій з облігаціями внутрішніх державних позик». Унаслідок нестабільності на фінансових ринках Південно-Східної Азії та невпевненості у платоспроможності України у серпні 1997 р. розпочався масовий відплив іноземного капіталу з ринку ОВДП. Таким чином, у 1999 р. НБУ залишився основним покупцем державних цінних паперів, а допустивши нерезидентів на ринок ОВДП, Україна втратила вагому частину своїх міжнародних резервів. Отже, невдала політика державних запозичень не лише не сприяла подоланню кризових явищ, а й загальмувала економічне відродження країни [10].

Політика НБУ з 1996 р., в основному, була зосереджена на підтримці стабільності обмінного курсу гривні щодо долара США. Проте, як відомо з моделі Мандела-Флемінга, неможливо одночасно підтримувати стабільний обмінний курс, забезпечувати мобільність капіталу та проводити незалежну монетарну політику. Таким чином, в умовах малої відкритої економіки при підтримці стабільності обмінного курсу макроекономічний стан економіки значною мірою залежав від зовнішніх чинників (наприклад, цін на нафту та метали), а монетарна влада не мала дієвих механізмів згладжування економічних циклів [12, с. 119].

Результати аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку *

Період обігу	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. штук	Сума коштів, залучених до бюджету, млн грн	Доходність (середньозважена), %
1995	28	294,0	304,0	85,59
1996	285	31474,1	3062,9	70,93
1997	591	105087,6	8321,8	32,76
1998	539	117152,9	8164,3	54,83
1999	141	46845,8	3841,8	27,51
2000	87	20388,7	1892,1	20,49
2001	120	1271,1	1190,1	15,68
2002	152	2947,9	2848,6	10,81
2003	172	1189,2	1161,3	9,75
2004	102	2224,3	2203,8	11,24
2005	25	6898,8	7153,4	7,25
2006	37	1582,4	1597,6	9,26
2007	28	3573,0	3622,9	6,71
2008	31	1544	1527	10,80
Січень	4	294,0	307,9	7,08
Лютий	3	75,0	77,3	7,62
Березень	1	3,5	3,7	7,90
Квітень	–	–	–	–
Травень	1	10,0	10,6	7,90
Червень	1	35,0	37,2	7,90
Липень	2	182,0	191,0	7,90
Серпень	3	120,0	117,9	11,50
Вересень	7	515,0	501,5	12,12
Жовтень	9	309,5	279,5	15,64

* Джерело [5].

У результаті політики монетарної стабілізації та зростання довіри до національної валюти (у 1996 та 1997 роках), спостерігалось поступове підвищення та стабілізація реального обмінного курсу. Грошова реформа, що проводилась у цей час (із 2 до 16 вересня 1996 р.), жодним чином не вплинула на динаміку обмінних курсів на валютному ринку. Проте, уже в другому півріччі 1998 р., через нестабільність міжнародних ринків капіталу та зниження інтересу нерезидентів до українських ОВДП, обмінний курс гривні обвалився. НБУ вдався до низки адміністративних обмежень, у результаті чого до березня 1999 р. стабільність на валютному ринку вдалося відновити. Більшість із запроваджених обмежень було скасовано, окрім обов'язкового продажу експортерам 50 % твердої валюти зі своїх рахунків [13, с. 99].

У період економічного зростання економіки України (2000–2008 рр.) грошово-кредитна політика була спрямована на підтримку купівельної спроможності гривні, стабілізацію фінансових ринків та підтримку банківської системи. Рівень інфляції в 1999 р. був відносно низький (19,2 %), але в 2000 р. цей показник становив 25,8 %.

Подальша лібералізація валютного ринку у 2000 р. виявилась у введенні плаваючого обмінного курсу гривні щодо іноземних валют. Це сприяло збільшенню припливу іноземної валюти на національний валютний ринок і також поповнення золотовалютних резервів України. У результаті такої

політики НБУ вдалося забезпечити збалансування попиту і пропозиції валюти, стабілізацію курсу національної валюти, розвиток валютного ринку та зовнішньоекономічної діяльності [3, с. 96–97].

У табл. 2 відображено ситуацію на валютному ринку, що склалася протягом 1992–2008 рр. Упродовж 1993–1995 рр. спостерігалася девальвація українського купоно-карбованця щодо долара США, але з уведенням у 1996 р. гривні девальвація національної валюти була незначною. З початком фінансової кризи 1998 р. ситуація на валютному ринку погіршилась, проте вже 2001 р. гривня ревальвувала щодо долара. Від 2006 р. і до I кварталу 2008 р. курс гривні щодо долара США був незмінним. Перед початком кризи відбулась незначна ревальвація, однак у жовтні 2008 р. гривня девальвувала щодо долара на 18,5 %.

Таблиця 2

Девальвація (-), ревальвація (+) гривні щодо долара США до попереднього періоду, %									
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
-	-1870	-726	-72	-5	-1	-80	-52	-4.18	+2.50
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008			
						I квартал	I півріччя	9 місяців	Жов-тень
-0.6	0.0169	0.4895	4.8140	0.0000	0.0000	0.0000	3.9822	3.7426	-18.5024

Джерело [5].

Н. Гребеник, порівнявши Основні засади грошово-кредитної політики на 2000 рік з Основними напрямами грошово-кредитної політики на 1993 рік, зробила висновок, що в 2000 р. НБУ мав у своєму розпорядженні нормативно забезпечені монетарні механізми та інструменти регулювання грошово-кредитного ринку, які застосовуються центральними банками економічно розвинених держав. Однак внаслідок різних обставин не завжди їхнє використання було максимально ефективним.

Період 2000–2006 рр. характеризувався тенденцією до економічного зростання. Активно проводилась політика щодо відновлення та збільшення валютних резервів. Варто відзначити своєчасну та скоординовану монетарну політику НБУ, яка сприяла попередженню фінансової кризи, що могла стати результатом політично-економічної ситуації в період проведення президентських виборів у 2004 р.

Досягненням цього періоду було розроблення важливих нормативно-правових актів для регулювання грошово-кредитного ринку України, зокрема: положення про формування банками обов'язкових резервів, про процентну політику, про регулювання ліквідності банків України та багато інших. Ці та інші нормативні акти дали змогу регламентувати відносини НБУ з комерційними банками на кредитному, валютному та фондовому ринках [14, с. 17].

Для боротьби з інфляцією та досягнення монетарної рівноваги і, як результат, економічного зростання важливим є узгодженість дій уряду та центрального банку у реалізації економічної політики. В. Шевчук наголошує: «Необхідним для визначення по-справжньому зваженої монетарної політики є визнання принципового факту, що антиінфляційна монетарна політика є лише необхідною, але недостатньою передумовою стійкого

економічного зростання. У такому контексті жорстка монетарна політика вимагає доповнення фіскальною дисципліною, рішучими структурними заходами та ефективними інституційними рішеннями» [11, с. 373].

Висновки. Проведений аналіз свідчить, що Національному банку, який має у своєму розпорядженні низку дієвих монетарних інструментів, не завжди вдавалося ефективно протидіяти інфляційним процесам. Основною причиною цього була неузгодженість дій уряду та центрального банку, а також відсутність скоординованої взаємодії грошово-кредитної, фіскальної та валютної політик. Отже, Національний банк, беручи до уваги досвід попередніх років, повинен гнучко реагувати на потреби економіки та оперативно вживати додаткові заходи для стабілізації економічних процесів, оскільки одним із основних його завдань сьогодні є забезпечення стабільності національної валюти.

Бібліографічні посилання

1. **Denizer C.** The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies / C. Denizer, R. Desai, N. Gueorguiev // World Bank Policy Research Working Paper. – September 1998. – WP 2030. – 32 p.
2. **Моисеев С.** Политэкономия финансовой репрессии / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 36–50.
3. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
4. **Дзюблюк О.** Політика обмінного курсу в умовах ринкової трансформації економіки / О. Дзюблюк // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2003. – Вип. 2. – С. 7–12.
5. Бюлетень Національного банку України: щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2008. – № 12 (189). – 167 с.
6. **Савлук М.** Український досвід розвитку грошей, фінансової системи та банківської справи / М. Савлук // Р. Г. Габбард / Гроші, фінансова система та економіка ; пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – С. 800–815.
7. **Петрик О.** Історія монетарного розвитку в Україні / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2007. – №1. – С. 2–31.
8. **Панчишин С.** Монетарна політика в Україні в умовах переходу до ринку / С. Панчишин, Н. Тушницький // Економіка України: десять років реформ. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – С. 379–406.
9. **Дзюблюк О.** Монетаристська теорія і реалії грошово-кредитної політики в умовах перехідної економіки / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 1999. – № 5. – С. 9–14.
10. **Вахненко Т.** Державний борг України та його економічні наслідки / Т. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.
11. **Шевчук В.** Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України : монографія / В. Шевчук. – Львів : Каменяр, 2001. – 495 с.
12. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / за ред. А. Даниленка. – К. : Ін-т екон. та прогнозув., 2007. – 400 с.
13. Тенденції української економіки / Українсько-Європейський консультативний центр з питань законодавства. – 1999. – Груд. – 115 с.
14. **Гребеник Н.** Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2007. – № 5 – С. 12–22.
15. **Геєць В.** Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи / В. Геєць // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 5–23.

Надійшла до редколегії 28.09.2013