

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«ВПЛИВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ НА ЕКОНОМІКУ У
КОРОТКОСТРОКОВІЙ ТА ДОВГОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВАХ»**

Виконав: студент 4-го року навчання

спеціальність 072

«Фінанси, банківська справа та страхування»

Стояновський Іван Олексійович

Керівник: Литвин А. В.

кандидат економічних наук

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою « _____ »

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н. А.
« _____ » _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ	6
1.1 Сутність монетарної політики та її види, роль монетарної політики економіці країни.....	6
1.2 Роль Центрального Банку в проведенні монетарної політики, незалежність ЦБ	14
1.3 Законодавча база функціонування НБУ, інструменти монетарної політики НБУ	19
Висновки до розділу 1	23
РОЗДІЛ 2 ОЦІНКА ДІЄВОСТІ ПРОВЕДЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ	25
2.1 Аналіз формування та реалізації монетарної політики НБУ на різних етапах	25
2.2 Проведення монетарної політики на сучасному етапі, її вплив на економіку під час пандемії.	39
Висновки до розділу 2	53
РОЗДІЛ 3 РОЗВИТОК СИСТЕМИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ.....	55
3.1 Світовий досвід проведення монетарної політики в умовах пандемії	55
3.2 Напрями розвитку та перспективи удосконалення монетарної політики НБУ	58
Висновки до розділу 3	64
ВИСНОВКИ	66
ВИКОРИСТАНІ ДЖЕРЕЛА	69

ВСТУП

Актуальність дослідження

В країнах з ринковим типом економіки монетарна політика є важливим аспектом суспільно-політичного життя країни. Змінюючи грошову масу, держава отримує достатньо важелів для впливу на вітчизняну економіку. Для того, аби проводити монетарну політику ефективно, необхідно розглядати її у контексті загальнодержавних заходів в економічній сфері та макроекономічній ситуації в Україні та світі. Дана проблема є особливо актуальною в умовах макроекономічної нестабільності в країні, що спричинена, в першу чергу, світової коронакризою та перманентними банківськими кризами, в результаті яких ми спостерігаємо високий рівень інфляції, що має тенденцію до ще більшого росту, девальвацію національної валюти, зменшення золотовалютних запасів, а також падіння рівня ВВП та рекордний дефіцит бюджету в 2020 році.

В таких кризових умовах Національному Банку України особливо важливо проводити зважену монетарну політику, що буде враховувати ринкові умови та надавати правильні сигнали гравцям ринку. Це має стати передумовою для ефективного функціонування всієї банківської системи, що забезпечить ефективний перерозподіл ресурсів між суб'єктами та секторами економіки без ризику впадання у фінансову кризу.

Мета кваліфікаційної роботи: дослідити роль монетарного регулювання Національного банку України в забезпеченні економічного розвитку країни в умовах пандемії.

Об'єкт дослідження: вплив сучасної монетарної політики на економіку України.

Предмет дослідження: сукупність теоретичних, методичних і практичних аспектів реалізації монетарної політики Національного банку України для впливу на економіку країни.

Методи дослідження.

Під час проведення дослідження використовувався цілий комплекс методів наукового пізнання, зокрема:

- теоретичного узагальнення: для визначення цілей монетарної політики та ролі центрального банку в її проведенні;
- сходження від абстрактного до конкретного: для аналізу наукової економічної думки з приводу природи інфляції;
- історико-логічний: для аналізу формування монетарної політики в Україні;
- системний та емпіричний - для виявлення особливостей функціонування інститутів банківської системи; синтезу та порівняння - для оцінки сучасного стану банківської системи

Інформаційна база дослідження.

Інформаційну базу дослідження становлять Конституція України, закони України, постанови та статистичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, аналітичні результати наукових досліджень зарубіжних і вітчизняних учених з питань проведення монетарної політики, ресурси мережі Інтернет.

Структура роботи.

Робота складається зі вступу, висновків та трьох розділів: 1) в першому розділі на основі теоретичних досліджень розкриваються цілі та роль монетарної політики і центрального банку в забезпеченні економічного зростання, визначається нормативно-правова база проведення монетарної політики в Україні; 2) В другому розділі досліджується проведення монетарної політики в Україні на різних етапах, аналізується ефективність використання інструментів монетарного регулювання на сучасному етапі; 3) в третьому розділі вивчається міжнародний досвід проведення монетарної політики в умовах пандемії, формуються практичні рекомендації щодо покращення проведення монетарної політики в Україні.

Ключові слова: цінова та фінансова стабільність, незалежність центрального банку, ефективність монетарної політики, економічна криза, пандемія, інструменти грошово-кредитної політики.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ

1.1 Сутність монетарної політики та її види, роль монетарної політики економіці країни

В країнах з сучасною ринковою економікою монетарна політика є невід'ємною частиною загальної економічної політики держави. Грошово-кредитна політика виступає головним ринковим фактором впливу на стабільність банкової та усієї економічної системи. Держава отримує можливість впливати на грошову масу, визначаючи можливості і напрями регулювання економіки. Звісно, аби досягати позитивних результатів в економічній площині необхідно проводити ефективну діяльність на усіх рівнях та елементах економічної політики, включаючи фінансову, інвестиційну, бюджетну, структурну та інші. Проте в даній роботі акцентуємо увагу саме на пріоритетності грошово-кредитної політики та, відповідно, стану фінансово-банківської системи як таких, що напряду впливають на рівень інтеграції національної економіки на світові ринки. Таким чином констатуємо, що ефективна монетарна політика стимулює ріст зовнішньоекономічних зв'язків, а отже на рівень ділової активності всередині країни.

В різні часи домінували різні підходи до визначення поняття грошово-кредитної політики, а отже і до її цілей, інструментів та впливів на економіку в цілому. Більше того, сучасний економічний мейнстрім також не дає чіткої відповіді на це питання. Це, в свою чергу, впливає і на неоднозначне трактування у вітчизняному економічному просторі, адже українські автори, перш за все, спираються в своїх дефініціях на позиції в західній науці.

Концептуально, погляди з приводу сутності грошово-кредитної політики поділяються на 2 табори. Представники першого стверджують, що роль монетарної політики обмежується управлінням грошовою масою, а усі дії в її рамках мають бути продиктовані потребами бюджетної політики.

Таким чином, грошово-кредитна політика виступає таким собі гнучким доповненням до бюджетної політики, яке дозволяє в швидкому порядку виконувати поставлені цілі. Інша група науковців розглядає грошово-кредитну політику значно ширше: це окремий сектор економічної політики, призначений доповнювати бюджетну. Узагальнюючи, одні трактують монетарну завузько – як політику уряду з впливу на кількість грошей в обороті, а інші зашироко, не визначаючи особливих механізмів та цілей, притаманних саме грошово кредитній політиці.

Незважаючи на існування різних підходів до визначення суті та цілей грошово-кредитної політики, в економічному просторі все ж сформувався певний консенсус щодо неї. «Пріоритетом монетарної політики є досягнення та забезпечення цінової стабільності. Цінова стабільність передбачає незначне зростання цін, а не їх незмінність.» [36]. Так на офіційній сторінці описує свої монетарні цілі Національний Банк України, рухаючись в одному тренді з сучасною економічною думкою.

Історично перехід до цінової стабільності як основного пріоритету для монетарної політики пов'язано з виникненням наприкінці 1960-х років феномену стагфляції. Під цим розуміється стан економіки, коли застій або падіння економіки супроводжується зростаючим безробіттям та неперервним ростом споживчих цін – інфляції. Вперше термін було запропоновано британським політиком, міністром фінансів на початку 1970-х років в парламентській промові 1965 року.

В тогочасній економічній доктрині, неокейнсіанстві, заперечувалась сама можливість одночасних кризових явищ в економіці та високих темпів інфляції. Перш за все, урядовці брали за взірць роботу відомого економіста Орбана Вільяма Філіпса, який емпірично дослідив обернену залежність між ростом інфляції та рівнем безробіття. Представники неокейнсіанської школи, як виявилось пізніше, хибно інтерпретували результати емпіричного дослідження, рекомендуючи урядам підвищувати рівень інфляції для боротьби з безробіттям, та відповідно, для стимулювання економічного розвитку.

Проте, як виявилось, стрімке підвищення рівня споживчих цін в країнах, що притримувались рекомендацій кейнсіанців, не мало позитивного ефекту в протидії безробіттю. Більше того, на кінець 60-х років вперше спостерігали одночасний ріст обох показників. Так, в 1970 році в Сполучених Штатах Америки інфляція та безробіття в один і той самий період досягли своїх максимальних значень за увесь післявоєнний період (5,5% і 6% відповідно). Особливо переконливо ці цифри звучать, якщо порівнювати їх з показниками до середини 1960-х років: за весь проміжок інфляція не перевищувала рівня 1,5%, а безробіття 2,5%.

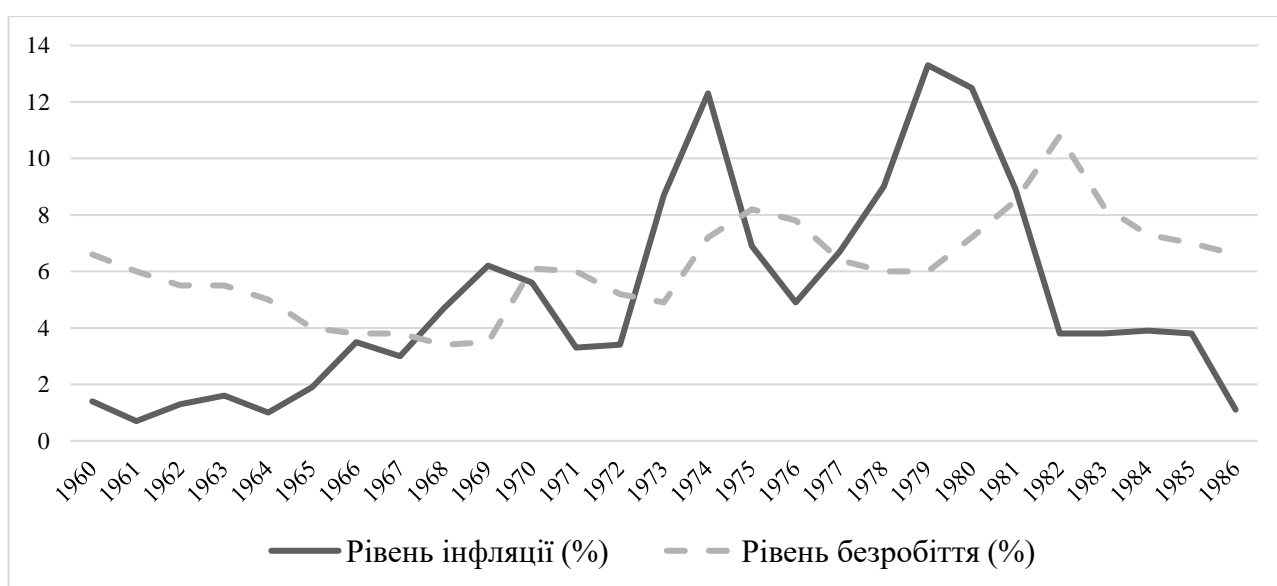


Рис. 1.1 – Динаміка зміни рівня інфляції та рівня безробіття у США в 1960-1986 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних

Після нетривалого економічного відновлення, криза стагфляції вдарила вдруге: в 1974-1976 рр. в США рівень інфляції вже перевищував 10%, а безробіття досягло показника у 7,6%. В цей раз додатковим стимулом поширення стагфляції став, так званий, ціновий шок. Тобто зниження виробництва внаслідок різкої зміни в цінах на сировину, що грає ключову роль в економіці країни.

Конкретно в даному кейсі причиною цього стало оголошення «нафтового ембарго» країнами-членами ОАПЕК (організація арабських країн експортерів) 17 жовтня 1973 року. В цей день організація заявила, що перестав експортувати нафту

до наступних країн: США, Великобританія, Нідерланди, Канада, Японія через підтримку даними країнами Ізраїлю у війні Судного дня. У результаті, на протязі 1974 року ціни на нафту зросли з трьох доларів за барель до дванадцяти. Для всіх вищеперерахованих країн така зміна цін на енергетичному ринку стала причиною поширення стагфляційних явищ. Особливо сильно відчула на собі удар економіка США, що суттєво залежала від цін на нафту.

Таким чином, виділяємо дві основні причини виникнення стагфляції:

- безпідставна економічна політика з розгону рівня інфляції, продиктована економічними віяннями того часу;
- макроекономічні шоки на світових ринках, цінові шоки.

Саме врахування цих двох факторів було взято за основу при побудові відповідальної грошово-кредитної політики з 1970-х років і до сьогодні. Невдача неокейнсіанської доктрини в регулюванні кризи привела до розквіту неокласичних та монетарних поглядів в економічному середовищі. Перш за все, ми говоримо про визначення інфляції як грошового явища та розуміння мікроекономічних явищ як основи для макроекономічної політики. «Інфляція всюди і завжди є виключно грошовим феноменом» – висновок засновника монетаризму Мілтона Фрідмана. За його словами, інфляція це стійке та безперервне зростання цін, викликане надмірною масою грошей по відношенню до валового внутрішнього продукту. Саме варіації грошової маси, за думкою монетаристів, є першою та основною причиною зміни рівня цін.

З розвитком економічної думки, сучасні економісти вже не є такими однозначними в питаннях впливу грошової маси на інфляцію. Такий тісний зв'язок простежується саме в середньостроковому та довгостроковому періоді (Рис. 1.2.) проте на коротких проміжках причини виникнення інфляції залишаються невизначеними.

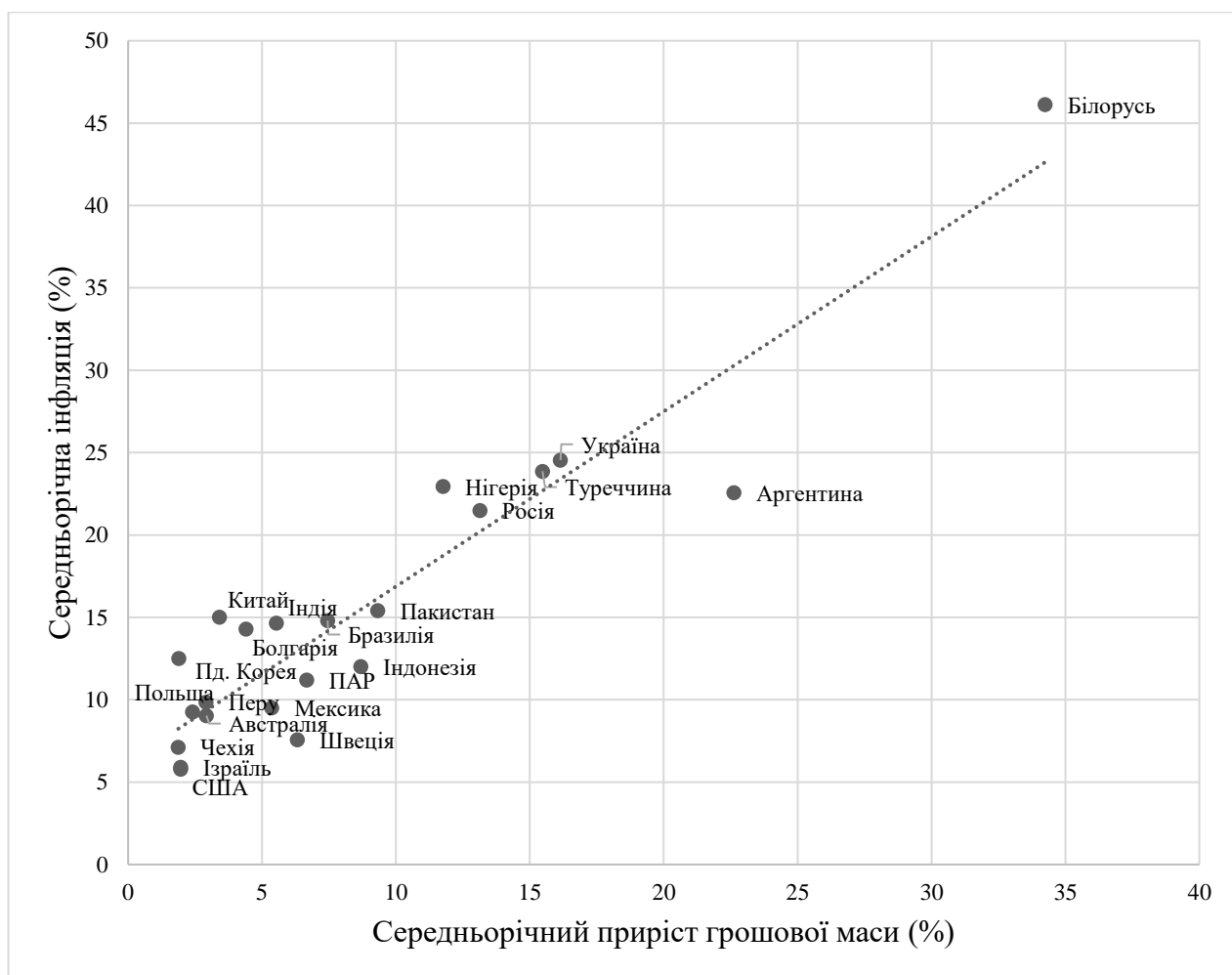


Рис. 1.2 – середньорічних темпів приросту грошової маси та і середніх темпів інфляції в 2000-2019 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних [

Грошова маса залишається ключовим фактором впливу на рівень цін, проте не єдиним. Необхідний комплексний аналіз причин зростання цін, що передбачає поєднання монетарних та загальноекономічних чинників інфляції. Тобто, незважаючи на те, що саме спричинило зміну рівня цін, державі необхідно реагувати на це зміною обсягів грошової маси.

Незважаючи на певний розвиток економічної думки, тренд на визначення інфляції як грошового явища та, відповідно, комплексу заходів в її регуляції залишаються незмінними з 70-х років двадцятого століття. Тепер інфляція не просто є однією зі складових макроекономіки, а стає її основою. Середньострокове та довгострокове планування макроекономічної політики виходить, в першу чергу, саме з прогнозування рівня інфляції.

Фундаментальною роботою для подальшої монетарної політики стала відома публікація «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans» економістів Едварда Прескота та Фіна Кідланда. За цю роботу про узгодження економічної політики з діловими циклами у часі вони отримали Нобелівську премію в 2004 році. В результаті своєї роботи вчені прийшли до висновку, що грошово-кредитна політика, яка спрямована на довгострокову цінову стабільність повинна сприяти підвищенню ділової активності в країні. Гарантією цінової стабільності є підконтрольна інфляція. Також вони доводять, що проведенням такої монетарної політики має займатись незалежний від уряду та політичних циклів Центральний Банк, про що далі йтиметься в нашій роботі.

Як ми вже зазначали в даному дослідженні, крім розуміння інфляції як грошового явища, ще одним ключовим елементом формування монетарної політики стало включення мікроекономічних базисів при плануванні макроекономічних показників. Одним з ключових критиків неокейнсіанської економічної політики став лауреат Нобелівської премії Роберт Лукас з його теорією раціональних очікувань. Предметом критики стала та ж сама крива Фішера, що пояснює обернену залежність між безробіттям та інфляцією. Теорія вже давно не співпадала з реальними статистичними результатами, що мотивувало дослідників шукати нові залежності. У виступі 1976 року Лукас довів, що взаємозалежність між рівнем цін та безробіттям існує лише в умовах непередбачуваності економічної політики. Тобто після оголошення урядом курсу на боротьбу з інфляцією за рахунок монетарного стимулювання, залежність між факторами зникне.

В основі припущення автора лежить розуміння суб'єктності окремих індивідів, що роблять висновки на основі отриманої інформації. Економетричні моделі мають будуватись не на емпіричних закономірностях, а на обґрунтованих теоретичних припущеннях щодо поведінки агентів, схильних до оптимізації (не обов'язково до раціональності) [7]. Якщо держава планує піднімати рівень інфляції для стимулювання економіки, то обов'язково має враховувати інфляційні очікування індивідів, які за рахунок прийнятих рішень до заощаджень або інвестицій можуть стримати або, навпаки, стимулювати ріст інфляції.

На протязі років розуміння впливу інфляційних очікувань на безпосередньо інфляцію розвивались. На даному етапі наукове співтовариство прийшло до консенсусу, що Центральний Банк має підтримувати цінову стабільність, тримаючи інфляцію на рівні 2-3%. За таких умов агенти не отримують додаткових негативних стимулів для рішень заощаджувати або інвестувати.

На основі результатів досліджень, викладених вище, можна сформулювати та структурувати цілі монетарної політики. Цілі грошово-кредитної політики мають вибудовуватись на основі тих завдань, що стоять перед неї на даному етапі. Між ними існує сітка ієрархія, тобто цілі нижчого рівня обов'язково мають підпорядковуватись цілям вищого порядку. Таким чином, ми поділяємо цілі грошово-кредитної політики на 3 етапи: стратегічні, проміжні та тактичні.

При стратегічному плануванні встановлюються довгострокові загальноекономічні цілі, які можливо досягти лише завдяки спільним діям усіх ланок державної влади. До таких відносяться стійке економічне зростання, цінова стабільність, стабільність процентної ставки, стабільність фінансових ринків, стабільність обмінного курсу грошової одиниці, повна зайнятість, зростання добробуту населення. Враховуючи, що виконання вищенаведених цілей вимагає координації усіх гілок влади, і необхідність незалежної роботи Центрального Банку, пріоритетною стратегічною ціллю монетарної політики є стабільність цін, що досягається в рамках політики інфляційного таргетування.

Наступними в ієрархії йдуть проміжні цілі, вони взаємоузгоджуються зі стратегічними цілями, проте зберігають еластичність до змін у зв'язку з поточним станом економіки, фазою економічного циклу. Можна сказати, що проміжні завдання є більш практичними, вони встановлюються на середньостроковий термін, данні для таких цілей обов'язково підпадають під наступні критерії:

- вимірюваність змінних, взятих для проміжних цілей. Найчастіше серед таких змінних перевага надається грошовим агрегатам та відсотковим ставкам;
- Контроль змінних.

Глобальність проміжних цілей не дає центральним банкам повністю контролювати їх виконання, що робить їхню роль, в першу чергу, індикативною.

Вони дозволяють відслідковувати макроекономічні тренди, будучи індикаторами грошового ринку. Частина їх може мати декларативний характер, що має сприяти нівелюванню інфляційних очікувань, або ж прийматись до виконання.

Визначення проміжних цілей монетарної політики також має свої критерії:

- Тісний зв'язок із стратегічними цілями;
- Доступність чіткого кількісного вираження;
- Простота та доступність контролю і оперативного впливу з боку центрального банку.

Тактичні цілі є найнижчими в ієрархії прийняття рішень і знаходяться повністю під контролем центральних банків в сучасних економіках. Їх використовують для регулювання поточних показників діяльності банківської системи. Тактичні задачі характеризуються короткостроковістю та оперативністю і встановлюються з оглядом на поточні цілі грошово-кредитної політики.

Тактичні цілі, в свою чергу, поділяються на три групи:

- Утримання грошової маси на одному рівні;
- Фіксація процентних ставок;
- Утримання резервів в банківській системі на постійному рівні.

Вибір та виконання тактичних цілей часто зумовлений поточними економічними умовами. В рамках тактичних цілей може бути прийняте рішення щодо створення ринкових стимулів для інвестицій, що приведе до пожвавлення ділової активності, рішення стабілізувати банківську або проводити більш жорстку політику для врегулювання рівня цін. Виходячи з цього, в рамках тактичних цілей виділять три основні види грошово-кредитної політики, які застосовуються для впливу на грошовий ринок в короткостроковій перспективі:

- Рестрикційна: жорстка політика, до інструментів якої входять підвищення процентної ставки, обмеження об'єму кредитних операцій в банківській системі, санація платіжного балансу.
- Експансіоністська: стимулююча політика, що характеризується пониженням процентних ставок, стимулюванням банківського кредитування, пом'якшення контролю за величиною грошової маси.

- Селективна: політика, направлена вирішити точкові проблеми банківської системи. До її заходів входять встановлення лімітів облікових операцій; лімітування окремих банківських операцій; встановлення маржі у проведенні різних банківських операцій; регламентація умов видачі окремих видів позик різним категоріям позичальників; встановлення кредитних «стель» [16].

1.2 Роль Центрального Банку в проведенні монетарної політики, незалежність ЦБ

Для виконання покладених на центробанк функцій він має бути незалежним, в першу чергу, від уряду та політичних циклів. Таке розуміння запанувало в науковій спільноті одночасно з розумінням цінової стабільності, як основної цілі ЦБ. Така модель описана у вже розглянутій нами роботі «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans». Автори приходять до висновку, що саме незалежність регулятора є гарантією того, що інфляція залишиться підконтрольною протягом всього ділового циклу [3]. Родрік розвиває цю думку і стверджує, що інститут макроекономічної стабільності, тобто незалежність центрального банку, є такою ж необхідною передумовою для економічного росту, як і інститути регулювання, гарантування прав власності, соціального страхування, розв'язання конфліктів [11].

Це підтверджується безліччю досліджень, зроблених на цю тему. Так, станом на початок травня, в світі існує більше 1,9 млн досліджень на тему незалежності центрального банку і написано більше 4 000 книг [52] [53].

Найрізноманітніші уряди в різні часи часто зацікавлені в короткостроковій стимулюючій монетарній політиці, нехтуючи довгостроковою ціновою стабільністю. Це пояснюється різницею в політичних та ділових циклах. Їх початок та кінець, зазвичай, не співпадають, а політичні каденції ще й значно коротші за ділові цикли. В таких умовах для політиків мало стимулів проводити політику з довгим горизонтом планування, набагато привабливішим видається популізм та дешева популярність у виборців за рахунок змін тут і зараз. Саме незалежний центральний банк, підзвітний перед громадянським суспільством, обмежує

кон'юнктурні та корисливі рішення політиків. Так, в результатах дослідження Глена МакДональда стверджується, що незалежність центробанків дисциплінує політиків та міністерство фінансів до проведення системної економічної політики [5].

Незалежність інституту макроекономічної стабільності часто ставиться під сумнів лівими та правими популістичними течіями. Ньян та Машандро у своєму дослідженні 2020 року визначають, що для лівого крила характерним є дотримання догм економічного кейнсіанства, під чим ми розуміємо стимулювання сукупного попиту, зайнятості і зростання, підвищення номінальних соціальних стандартів за рахунок грошової стабільності та стійкості публічних фінансів [6]. В історії є достатньо таких прикладів, найвідомішим є кейс латиноамериканського лівого популізму, макроекономічна оцінка якому вже давно надана мейнстрімними економістами.

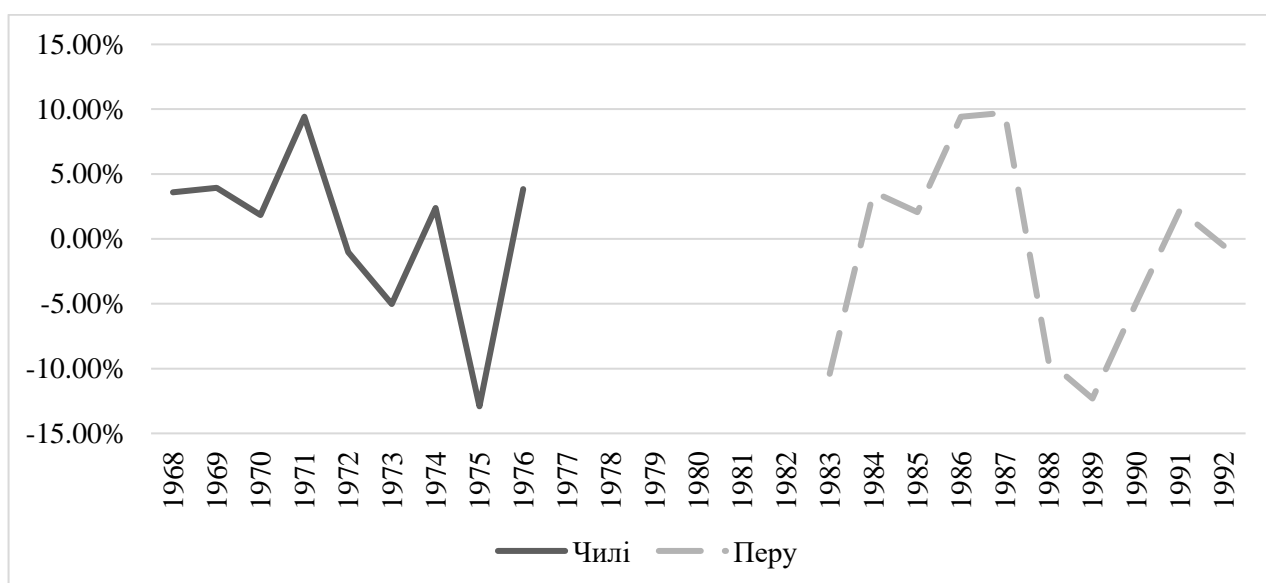


Рис. 1.3 – Динаміка росту ВВП, номінованого в національних валютах, в Чилі та Перу, %

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Важливо, що всі дані для Рис. 1.3 та Рис. 1.4 взяті після відміни золотого стандарту Річардом Ніксоном в 1971 році, а тому є релевантними для сучасної економіки. У всіх чотирьох країнах лідери – популісти приходять на фоні депресивного стану в економіці. В Чилі на початку 70-х ріст ВВП до приходу

Сальвадора Альєнде складав не більше 2%. У випадку з Перу та Аргентиною, на момент захоплення влади Гарсією та Кіршнер, ріст ВВП взагалі був від'ємним. В країнах діяли програми від МВФ, що встановлювали жорстку монетарну та фіскальну політики для оздоровлення економіки. Уго Чавес в Венесуелі також прийшов на фоні від'ємного економічного росту, викликаний несприятливою кон'юнктурою на ринку нафти, як для країни-експортера, та невдалою політикою МВФ.

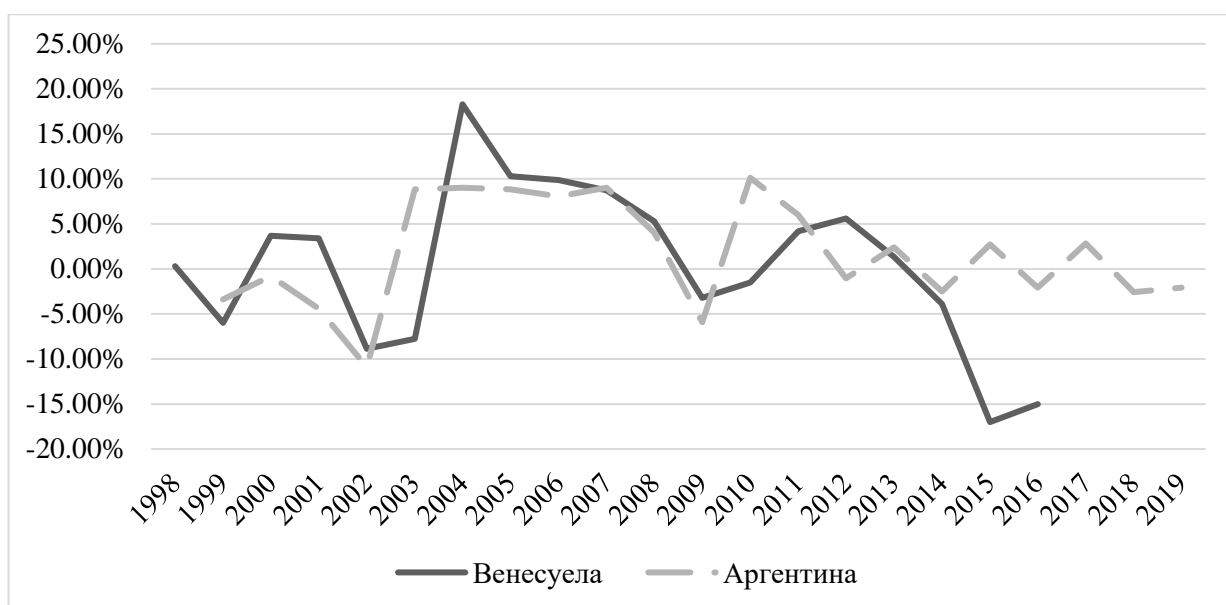


Рис. 1.4 – Динаміка росту ВВП, номінованого в національних валютах, в Венесуелі та Аргентині, %

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Маючи беззаперечну підтримку населення, лідери почали впроваджувати свої популістичну ідеї. В усіх чотирьох випадках це призвело до безпрецедентного зросту економіки в перші роки. В Чилі в перший рік правління Народного єдинства він склав 9%, в Перу в другий рік керування ріст ВВП ознаменувався ростом в 12%. В Аргентині та Венесуелі спостерігаємо ріст до 10% и 15% відповідно, щоправда економічна криза 2008 – 2009 рр. дещо стримала ріст, проте гарні показники до 10% росту протримались ще декілька років після глобальної рецесії. Основна причина – дуже високі ціни на сировину: нафту та сою, що підтримували економіку.

Вже на 2 рік правління Альєнде ріст ВВП був від'ємним і склав -5%, що спричинило військовий переворот в країні та зміну економічного вектору. В 1989

році спостерігаємо -9% ВВП в Перу, що сталося ближче до кінця президентства Алана Гарсії. В Аргентині спостерігаємо негативний ріст кожен другий рік, починаючи з 2014. Крістіна Кіршнер чотирьма змінами складу Центробанку та постійними намаганнями підпорядкувати регулятор собі остаточно розбалансувала економіку країни, з такого стану Аргентина не може вийти і до сьогодні. Найгірша ситуація в Венесуелі, яка з 2012 року перебуває в стані вічної галопуючої інфляції. До приходу Уго Чавеса це була одна з найпотужніших нафтових країн.

Економічний рецепт успіху в усіх розглянутих країнах надзвичайно схожий. Перше, це фіскальна експансія, заливання економіки бюджетними коштами та суттєве переважання видатків бюджету над доходами. Вже в 2 рік правління Альєнде така політика призвела до дефіциту бюджету в 25%, в Перу 1987 – 1989 рр. дефіцит перевищив 10%. В Венесуелі та Аргентині на перших роках спостерігався бюджетний профіцит, що знову таки, викликано високими цінами на сировину. Проте вже в 2015 році в Венесуелі дефіцит склав 6% і надалі тільки зростав. Аргентина пішла схожим шляхом, отримавши перший дефіцит в 3% в 2008 році, а в 2017 він склав рекордні 31%.

Звісно, у всіх випадках для фінансування дефіциту залучався Центробанк, що просто скуповував урядовий борг. Дані демонструють тісний зв'язок в усіх країнах між ростом дефіциту та збільшенням грошової маси. Бездумна емісія грошових коштів, очевидно, призвела до величезної інфляції, не дивлячись на всі обіцянки влади цьому запобігти. У Чилі вона перевищила 500% в 1973 році; в Перу досягла рівня гіперінфляції і в 1990 році перевищила 7 000%, а в Венесуелі перевищила 1 000% в 2017 році. Вже в 2019 році вона перевищила 1 000 000 відсотків, сукупна ж інфляція давно обчислюється в мільярдах відсотків.

Трохи складніша ситуація з Аргентиною, для якої є «офіційні» та «скориговані» дані. Останні розраховані незалежними економістами і вважаються науковою спільнотою більш надійними. Обидві групи даних вказують, що інфляцію в 2016 році досягла рівня 41%. Це значно нижче, ніж в інших країнах, проте все ще занадто високо.

Узагальнюючи, кейс Латиноамериканського лівого популізму вкотре доводить необхідність незалежної роботи центробанку. Популістична політика уряду дає лише короткостроковий позитивний ефект на економіку, заганняючи країну в боргову та інфляційну пастку. Крім очевидного нехтування монетарною складовою інфляції та відстуність дисципліни в проведенні монетарної та фінансової політики, проблемою такого підходу стало неврахування мікроекономічних чинників. До них відносимо інфляційні очікування та, так званий, ефект Олівера-Танзі. Він обґрунтовує неможливість побороти інфляцію фінансовими методами, а саме зростанням податків. Справа в тому, що економічні агенти в умовах зростаючої інфляції можуть свідомо затягувати податкові виплати аби знизити їх реальну вартість. Ця ситуація спостерігалася в усіх розглянутих країнах.

Після кризи 2008 – 2009 рр. набирає популярності правий популізм щодо проведення монетарної політики, так званий, суверенізм. Його представники критикують глобалістичні тенденції в національних економіках, акцентуючи увагу на необхідності держави повернути контроль над економічними процесами. Очевидно, незалежний центральний банк, що не підкоряється центральній владі, і, здається, лише гальмує економіку, виглядає як чужорідний суб'єкт, що діє проти країни в інтересах міжнародних еліт. Це все приводить до патерналістичних настроїв, так само як і у лівих популістів. Глобальна пандемія та криза, що її супроводжує, лише посилює такі настрої серед суспільства, додаючи етичний підтекст в дану проблему [28].

Проблема суверенізму як форми правого економічного популізму все ще недостатньо вивчена. До кінця незрозуміло, чи ставить вона під загрозу сучасні незалежні інститути макроекономічної стабільності, а отже і всієї економіки. Як вважає український вчений Віктор Козик, такі настрої можуть не суперечити сучасним принципам монетарної політики, а отже не ставити під загрозу всю економічну систему. Спільною з сучасним мейнстрімом у сувереністів залишається ідея цінової стабільності та підтримку валютних резервів для зменшення

економічного впливу від зовнішніх шоків. Так чи інакше, дане питання потребує детальнішого вивчення економістами в найближчому майбутньому.

1.3 Законодавча база функціонування НБУ, інструменти монетарної політики НБУ

Сучасне розуміння грошово-кредитної політики полягає в наданні суб'єктності у її проведенні усім економічним агентам [7]. Проте головну роль у проведенні монетарної політики належить державі, що виконує функцію регулювання грошовим обігом через органи представництва. В абсолютній більшості сучасних економік світу основну частину комплексу заходів з регулювання кредитного сектору виконує центральний банк. Україна не є виключенням, в нашій кредитній системі роль центрального банку виконує Національний банк України (НБУ). Також державними суб'єктами в монетарній політиці у вітчизняній економіці виступають Міністерство Фінансів, органи нагляду і контролю за банківською діяльністю та грошовим обігом, інституції щодо страхування депозитів та інші інститути.

Діяльність та сфера впливу Нацбанку регулюється Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України», прийнятий 25 березня 1999 року. Згідно Статті 99 Конституції України, «Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією центрального банку держави - Національного банку України.». Закон чітко визначає головне завдання регулятора – підтримка цінової стабільності. З одного таке жорстке формулювання знижує потенційний інструментарій Нацбанку для впливу на кредитний сектор, з іншої – прибирає будь-який простір для маніпуляцій щодо ролі центробанку. Цінова стабільність – довгострокова ціль, що лише задає вектор діяльності, проте залишає достатню варіативність для впливу на грошову масу в короткостроковій перспективі. Україна йде в тренді сучасної економічної думки з приводу цілей головного регулятора, які ми розкрили в попередньому підрозділі.

Закон України «Про Національний Банк», фактично, дублює головну функцію НБУ – забезпечення стабільності грошової одиниці, про що говориться в

6 Статті. Але на такому тлумаченні цілей 6 Стаття не зупиняється і йде далі: «Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, в тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі, визначеної у частині другій цієї статті.», тобто ціновій стабільності. «Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених у частинах другій та третій цієї статті.» [44]. Закон чітко визначає пріоритетність цілей, яка погоджується з позицією науковців, що саме цінова стабільність, забезпечена незалежним центробанком, є необхідною складовою економічного розвитку. Це означає, що до прямих стимулів економічного розвитку, як от збільшення грошової маси, НБУ може вдаватись лише за умови досягнення інфляційних цілей.

Стаття 7 Закону України «Про Національний Банк» визначає усі інші функції, покладені на Нацбанк. До них відносяться:

- Визначення та проведення грошово-кредитної політики, що, по суті, дублює текст Статті 100 Конституції України;
- Монопольна емісія гривні та організація її грошового обігу;
- Рефінансування комерційних банків, тобто функція кредитору останньої інстанції;
- Встановлення правил для банків щодо їх діяльності (фінансова звітність, банківські операції, захист інформації, тощо);
- Організація та забезпечення банківської статистичної інформації та статистики платіжного балансу для всіх учасників ринку банківських послуг;
- Регулювання систем розрахунків та платіжних систем на території країни [44].

Усі вищеперераховані функції регулятора є похідними від головної цілі Нацбанку, вони забезпечують регулятор необхідними повноваженнями для проведення грошово-кредитної політики через банківську систему, використовуючи трансмісійний механізм.

Для досягнення цілей грошово-кредитної політики Нацбанк володіє арсеналом інструментів, за допомогою яких регулятор впливає на рівень грошової маси та кредитний ринок. Основний та ключовий інструмент НБУ – облікова ставка. Вона прямо впливає на ставки в кредитній сфері, виступаючи своєрідним орієнтиром за рахунок трансмісійного механізму процентної ставки. Для досягнення операційної цілі – підтримку гривневих ставок на міжбанку на близькому до ключової ставки цілі, Нацбанк проводить операції за обліковою ставкою, що матимуть найбільший вплив на об'єм грошової маси.

На основі облікової ставки діє ще один інструмент монетарної політики Нацбанку – коридор процентних ставок за інструментами постійного доступу. Його межі формують ставка за депозитними сертифікатами овернайт та кредит овернайт, відхиляючись на 1 п.п. від рівня ключової ставки знизу та зверху її рівня відповідно. Крім зменшення коливань ліквідності для комерційних банків за рахунок кредитних інструментів овернайт, даний коридор виконує функцію орієнтиру для банківської системи: за нормального функціонування кредитного ринку у банків немає стимулів для проведення операцій на міжбанку за його межами.

Після відмови від фіксованих валютних курсів та переходу до гнучкого курсоутворення в лютому 2014 року, інструмент валютних інтервенцій більше не є ключовим. За допомогою інтервенцій на валютному ринку Нацбанк:

- Акумулює міжнародні резерви;
- Згладжує надмірні курсові коливання
- Підтримує трансмісію облікової ставки [36].

До основних інструментів грошово-кредитної політики НБУ також відносяться: обов'язкові банківські резерви, операції РЕПО, купівля та продаж цінних паперів, операції СВОП [18].

Саме з переходом до плаваючих валютних курсів відбулась часткова зміна інструментарію НБУ та його цілі. При відмові від фіксованих курсів виникає необхідність контролювати інфляцію, найкращим рішенням для цього є політика інфляційного таргетування. Це знижує ризики для міжнародних валютних резервів країни, надає автономію для грошової системи, що відкриває нові можливості

використання тих самих інструментів грошово-кредитної політики. Режим інфляційного таргетування вимагає встановлення та публічного оголошення середньострокових цілей з інфляції, які НБУ зобов'язується досягти.

Економічна суть інфляційного таргетування полягає не лише в досягненні низьких показників інфляції, а роботою з інфляційними очікуваннями економічних агентів. Запровадження даного режиму навіть не обов'язково означає боротьбу держави з інфляцією. Так, в Перу після запровадження таргету з інфляції спостерігався обернений ефект дефляції. Тобто, перш за все, інфляційне таргетування необхідне для приборкання негативних очікувань в економіці у населення, створення умов для нормальної ділової активності. Насправді, Інфляційне таргетування доволі складна форма монетарного регулювання, що вимагає наявності значної кількості індикаторів стану економіки для контролю та прогнозування рівня цін а також процедур, що будуть нівелювати вплив внутрішніх шоків на рівень цін.

Основними характеристиками політики інфляційного таргетування є:

- Цінова стабільність – головна ціль;
- Оголошення кількісного таргету інфляції;
- Прогноз макроекономічних індикаторів;
- Транспарентність монетарної політики;
- Підзвітність ЦБ перед населенням [26].

Для реалізації прозорості монетарної політики та підзвітності населенню Нацбанком було реалізовано цілий ряд заходів. Перш за все, оприлюднено «Дорожню карту з переходу до інфляційного таргетування», в якій визначено основні цілі та кроки регулятора задля впровадження ефективного монетарного режиму. В 2018 році схвалено «Стратегію монетарної політики», а документ «Основні засади грошово-кредитної політики», перша публікація якого відбулась ще 2001 року, став ефективним інструментом з інформування суб'єктів ринку щодо подальших дій Нацбанку на наступний рік. На сайті регулярно публікуються рішення щодо зміни облікової ставки та інфляційні звіти. Напевно, на даний

момент саме НБУ найкраще порадиться з інформуванням населення серед усіх органів державної влади.

Таргет з інфляції в тому варіанті, яким його запровадив НБУ передбачає наявність інтервальних відхилень. Так в 2016 році (офіційно перший рік впровадження режиму інфляційного таргетування) ціллю з інфляції стало $10\% \pm 3\text{пп}$, в 2017 $8\% \pm 2\text{пп}$. Починаючи з 2019 року, в тому числі і на 2021 рік, таргет встановлено на $5\% \pm 1\text{пп}$.

Ключовим інструментом за інфляційного таргетування є облікова ставка. «Одне завдання — одна ціль — один інструмент» – універсальний принцип будь-якої країни, ЦБ якої притримується режиму таргету інфляції, Україна не є виключенням. При перевищенні допустимого значення інфляції облікова ставка підвищується, відповідно, реалізується політика «дорогих грошей»; при занижених значеннях інфляції навпаки вводиться політика «дешевих грошей».

Висновки до розділу 1

На основі проведеного теоретичного дослідження проведення монетарної політики та її впливу на економіку, ми прийшли до наступних висновків:

1. Цінова стабільність – основний пріоритет монетарної політики. Вона забезпечує розвиток ділової активності, а отже й економічне зростання.
2. Інфляція - це, в першу чергу, грошове явище, що має під собою мікроекономічні підстави – інфляційні очікування економічних агентів.
3. Незалежний центральний банк – основний суб'єкт монетарної політики. Незалежність ЦБ – необхідна умова для забезпечення цінової стабільності, проведення нормальних ділових циклів. Незалежний ЦБ унеможливорює невідповідальну популістичну економічну політику влади.
4. Після глобальної кризи 2008 – 2009 рр. спостерігається нова хвиля популістичних рухів, що виступають проти незалежності ЦБ, що створює ризики для макроекономічної стабільності. Пандемія лише підігріває подібні настрої в суспільстві та політикумі. Дана тема вимагає глибшого дослідження економістами.

5. НБУ – головний суб’єкт монетарної політики України, що володіє значним інструментарієм для впливу на грошово-кредитний сектор.
6. НБУ дотримується режиму інфляційного таргетування, що передбачає встановлення інфляційного орієнтиру в середньостроковій перспективі. Облікова ставка – ключовий інструмент в проведенні політики інфляційного таргетування.

РОЗДІЛ 2 ОЦІНКА ДІЄВОСТІ ПРОВЕДЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

2.1 Аналіз формування та реалізації монетарної політики НБУ на різних етапах

Як вже зазначалось в теоретичному розділі даного дослідження, грошово-кредитну політику неможливо розглядати поза контекстом загальної економічної політики держави. Особливо це стосується української економіки, в якій Нацбанк – орган, що має проводити монетарну політику в країні, довгий час не мав ні політичної, ні навіть юридичної суб'єктності для виконання своїх обов'язків. Головною причиною тому став недбалий та дуже затягнутий перехід вітчизняної економіки від режиму планування, що дістався у спадок від колишньої СРСР, до відкритої ринкової економіки. Остання, як вважають сучасні економісти, неможлива без незалежного центрального банку, чого в Рядянському Союзі не було аж до його розпаду в 1991 році.

Роль центрального банку виконував Державний банк СРСР, роль якого мала підпорядковуватись загальній меті – економічному зростанню країни. Державний банк являв собою єдину централізовану систему і до закону 1990 року офіційно підпорядковану радянській владі – Раді Міністрів СРСР.

В умовах регульованого ціноутворення на абсолютно всі товари та фіксованих валютних курсів грошово-кредитна політика Центробанку полягала не у забезпеченні цінової стабільності, а в касовому виконанні державного бюджету та кредитуванні основних галузей виробництва. Перш за все, йдеться про короткострокове кредитування ключових галузей, так званого, народного господарства та довгострокового кредитування сільського господарства. Банківська система була однорівневою, тому емісійно-касову, кредитну та розрахункову діяльність Державний бану СРСР проводив одноосібно. До 1987 року банк не займався кредитуванням населення, лише реалізуючи механізм зберігання та нагромадження заощаджень для населення через продаж державних

облігацій через мережу Державних ощадних кас. В таких умовах банк не мав займатися кредитною політикою та слідкувати за виконанням трансмісійного механізму, контролюючи роботу комерційних банків.

Після лібералізації банкового законодавства в липні 1987 року, в результаті якого було створено Ощадний банк, був запущений механізм кредитування населення. Також кредитувались окремі заклади та установи через спеціально створені ЗовнішкомБанк, БудБанк, ЖитСоцБанк.

Поряд з реформою банківської сфери, відбувались значні зміни в фінансальній політиці за рахунок зміни податкової бази, послаблення регулювання цін та надання великих повноважень на місцях. Проте інституціональні реформи у фінансовій сфері, в більшості, були проведені недбало. Результатом таких змін стала розбалансованість грошово-товарної сфери, стрімке поширення чорних ринків, величезні касові бюджетні дефіцити на кінець року. Так, виробники-монополісти, отримуючи необмежені повноваження, збільшували свої прибутки за рахунок не виправданого зростання цін. В нових умовах підприємства часто відмовлялись поставляти товари за фіксовану низьку ціну, що створювало небачений дефіцит товарів та стимулювало розвиток чорних ринків, ціни на яких могли перевищувати офіційні до 6 разів. Уряд, в свою чергу, в умовах значного зменшення доходів від оподаткування підприємств продовжував роздувати бюджет за рахунок збільшення витрат на соціальну (ріст заробітної плати) та військову сфери. В 1991 році це призвело до бюджетного дефіциту в 30% на кінець року. При чому номінальний ріст доходів населення ніяк не підтверджувався ростом продуктивності праці та ростом ВВП, що продемонстровано в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1 Темпи приросту ВВП, продуктивності праці та грошових доходів населення (у відсотках до попереднього року)

Рік Показник	1986	1987	1988	1989	1990	I пол. 1991
Динаміка ВВП	3,3	2,9	5,5	3	-2	-10
Продуктивність праці	2,1	1,6	4,8	2,3	-3	-11

Грошові доходи населення	3,6	3,9	9,2	13,1	-16,9	43,5
--------------------------	-----	-----	-----	------	-------	------

Джерело: створено авторами на основі даних [14]

Усі вищеперераховані причини, очевидно, створювали неймовірний інфляційний тиск. Планомірне накопичення системних ризиків та розбалансованості призвело до гіперінфляції в 1991 році (Таблиця 2.2.) При цьому отримані показники не враховують значного падіння якості товарів, що потрапляли на ринок в ті роки.

Таблиця 2.2 Інфляція в споживчому секторі та офіційна облікова ставка Державного банку 1988-1991 рр.

Рік	1989	1990	1988	1991
Показник				
Інфляція	11%	23%	8,4%	290%
Облікова ставка	5%	6%	4%	8-12%

Джерело: складено авторами на основі даних [16]

Як видно з таблиці 2.2, облікова ставка Держбанку була, мінімум, в 2 рази нижча за темпи інфляцій, що лише додавало в структурній диспропорції на грошовому ринку та створювало додаткові корупційні ризики. Також це є підтвердженням того, що процента ставка наприкінці СРСР носила, скоріше, декларативний характер та не мала реального впливу на кредитний сектор через трансмісійний механізм.

Підбиваючи проміжні підсумки, Україна в 1991 році отримала у спадок квазіринкову банківську систему, банківську кризу та кризу виробництва, гіперінфляцію та с залежним Центробанком, що не має достатніх інструментів впливу на банківський сектор.

Для подальшого аналізу розвитку грошово-кредитної політики в Україні, ми взяли за основу динаміку зміни облікової ставки НБУ (Рис. 2.1.). Це ключовий інструмент Центробанку в монетарній політиці, тож його аналіз дозволяє дослідити зміни в підході до проведення грошово-кредитної політики. Також ми враховували

інші фактори, такі як зміну законодавства, політичні цикли, економічні кризи та ін. В результаті ми сформували 7 етапів становлення монетарної політики в Україні.

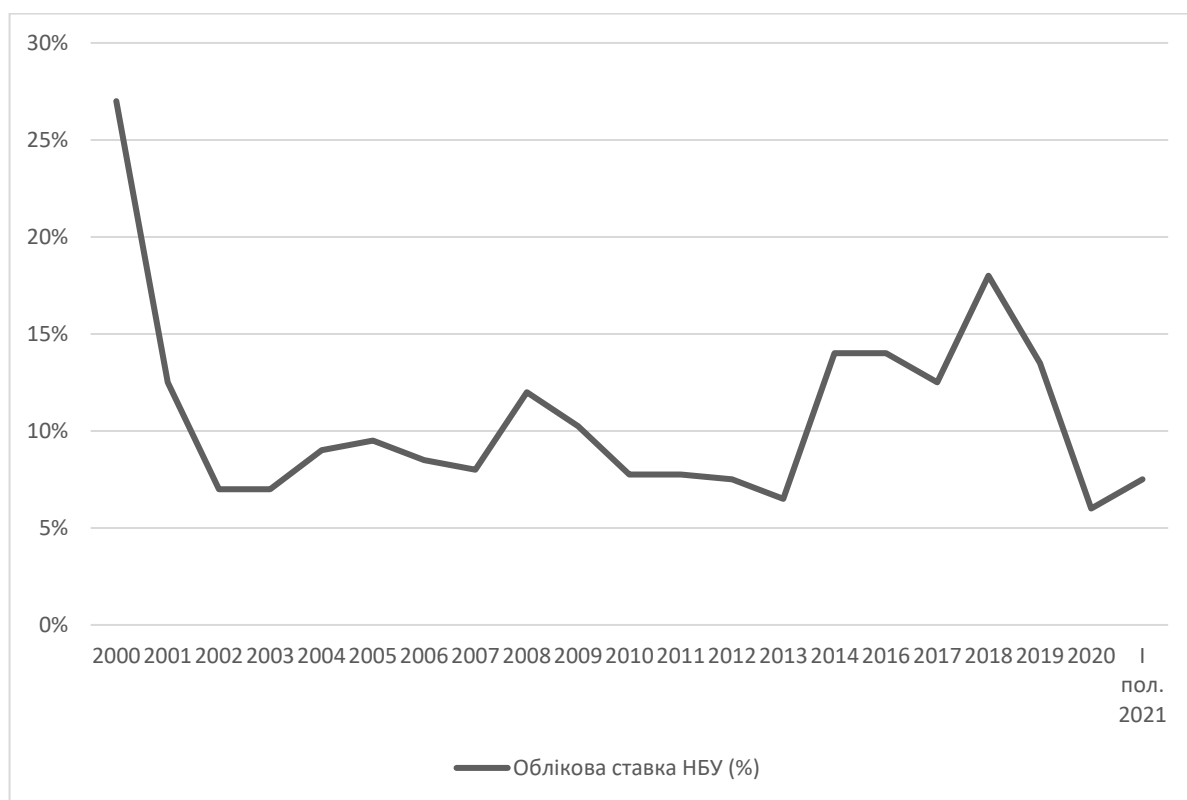


Рис. 2.1 – Динаміка зміни облікової ставки НБУ в 2000 – I пол. 2021 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Перший етап охоплює період з кінця 1991 року по 1994 рік. Українська банківська система отримала у спадок Закон про банки і банківську справу, прийнятий ще в березні 1991 року. За нього голосувала ще Верховна Рада Української РСР, в ньому затверджено правило функціонування банківської системи на наступні 8 років, як виявилось, вже для незалежної України. В ньому також прописана роль для Центробанку, що згодом став Національним банком України.

В Статті 14 даного Закону говориться: «Національний банк організовує та реалізовує через банківську систему касове наповнення державного бюджету республіки. За рішенням Верховної Ради Української РСР Національний банк може надавати Міністерству фінансів Української РСР кредит на загальних умовах»[44]. Отже, Закон фактично підпорядковує Нацбанк Кабінету Міністрів та

Верховній Раді. Незалежного Центрального банку, який є необхідним для ринкової економіки, особливо на перших етапах, в державі не було. Україна на перших етапах стала повним правонаступником Радянської республіки з ручним Центробанком. Даний Закон став однією з головних причин гіперінфляції в Україні на початку 90х років, що видно по Таблиці 2.3. Взагалі Український досвід НБУ є чудовою ілюстрацією необхідності того, аби центральний банк був незалежним.

Таблиця 2.3 Динаміка інфляції, зміни грошової бази та дефіциту зведеного бюджету в Україні 1991 – 1994 рр.

	Інфляція за 12 місяців	Зміна грошової бази, у/у %	Дефіцит зведеного бюджету
1991	290%	н/д	-14%
1992	2000%	н/д	-24,2%
1993	10156%	1560%	-28,1%
1994	401%	407%	-8,7%

Джерело: складено авторами на основі даних [33]

Інституційні зміни в економічній політиці, зниження реальних доходів населення та негативні макроекономічні та політичні явища в СРСР, про які ми розповідали раніше, призвели до гострої кризи виробництва. Розпад Союзу, який спричинив розрив виробничих ланцюгів та залишив підприємства без державних замовлень лише прискорив проблему. Виробити та реалізувати товар для підприємств стало надзвичайно складно, що ланцюгом призвело до боргів перед постачальниками, невиконанням зарплат та невиконанням податкових зобов'язань. В результаті Україна отримала масштабну кризу платоспроможності та банківську кризу.

Боротися з наслідками кризи Верховна Рада вирішила за допомогою державного бюджету, платити за все мав Нацбанк. МінФіну було поставлено завдання надавати підприємствам, в першу чергу, аграрного та енергетичного сектору, по суті, безкоштовні субсидії з бюджету. В 1992 році такі виплати

становили 8,1% від ВВП, а в 1993 р. – всі 10,8%. Результатом такої політики, очікувано стало катастрофічна діра в держбюджеті: так, прийнятий з дефіцитом в 2% бюджет 1992 р. на кінець року мав дефіцит в 29% [33]. Для його покриття Нацбанк був зобов'язаний запустити «друкарський станок», тобто розпочати масову грошову емісію.

Ще одним завданням НБУ для порятунку підприємств стало масове пільгове кредитування для різних секторів економіки. Загальний об'єм такого кредитування в 1992 році склав 65% до ВВП, а в 1993 році – 47% [33]. Чудовим прикладом такої політики слугує указ, підписаний тогочасним Президентом України Леонідом Кравчуком про надання безлімітної пільгової кредитної лінії для сектору сільського господарства. Кредит був наданий під неймовірні в умовах гіперінфляції 30%..

Схожу політику НБУ проводив і відносно встановлення процентних ставок. На протязі всього, виділеного нами, періоду облікова ставка перебувала на негативному щодо інфляції рівні. В 1993 році Нацбанком було оголошено курс на досягнення позитивного рівня облікових ставок відносно інфляції, проте реальної зміни не відбулося. Така ситуація вписується в загальну концепцію експансіоністської політики, що проводилася Нацбанком. Увесь обраний період характеризувався недотриманням правила Тейлора, за яким рівень процентних ставок має бути чітко вище за рівень інфляції в країні. Основна причина такого стану речей в тому, що дії НБУ не узгоджувались з основною ціллю будь-якого центрального банку – забезпечення цінової стабільності, а слугували короткостроковим та популістським цілям парламенту та уряду.

Крім порятунку підприємств, на плечі Нацбанку лягло зобов'язання покривати популістські та економічно не виправдані соціальні програми, переважно, лівого парламенту. Верховна Рада регулярно піднімала заробітну платню, незважаючи на протести збоку виконавчої влади та аргументуючи це потребою вберегти населення від падіння рівня життя. Звичайно, ніяких економічних підстав та фінансової спроможності бюджету для таких рішень не було. Яскравим прикладом такої політики стало чергове підвищення заробітної

плати в жовтні 1994 року. «Щотижня на валютний ринок України викидається до 5 трильйонів карбованців. Це результат емісії, яка проводилася протягом II і III кварталів, і буде проводитися і в IV кварталі за рішенням Верховної Ради» – так в 1994 прокоментував дане рішення тогочасний заступник правління валютного регулювання Нацбанку М. Мельничук.

Другий етап тривав з 1995 по 1999 рік. Виділення даного періоду обумовлено відразу декількома факторами, в першу чергу, впровадженням в жовтні 1994 року Кабінетом Міністрів спільно з Національним банком програми антиінфляційних заходів. НБУ перейшов до жорсткої рестрикційної політики, так, за 2015 рік Нацбанк знизив рівень облікової ставки з 204% до 110%. В результаті вдалося знизити рівень річної інфляції вдвічі, а вже в червні-липні вдалось повністю стабілізувати ціни: місячна інфляція, в середньому, складала 0,1%. Також цей період характеризується узгодженістю макроекономічних показників. Починаючи з 1996 року спостерігається чітка кореляція між показником росту грошової маси та інфляцією, ростом реального ВВП та реальних заробітних плат. Даний тренд сигналізує про оздоровлення економіки, а також дозволяє Нацбанку ефективніше проводити грошово-кредитну політику.

Ще одним важливим фактором в розвитку грошово-кредитно політики стало видання Указу Президента України «Про грошову реформу в Україні» від 25 серпня 1996 року, що затверджував гривню в якості національної валюти. Вона замінила тимчасову валюту – карбованці, що довгий час співіснували в обігу в країн разом з російським рублем. Дана реформа вирішувала низку важливих проблем:

- зміна масштабу цін;
- оздоровлення і впорядкування грошового обігу, подолання катастрофічних соціально-економічних наслідків знецінення грошей;
- створення стабільної грошової системи та перетворення грошей у важливий стимулюючий фактор економічного і соціального розвитку, передусім за рахунок зростання накопичень та інвестицій у виробництво, структурної перебудови економіки, розвитку зовнішньоекономічних зв'язків [48].

В цей же період, в 1995 році, за участі Нацбанку був створений новий інструмент Облігацій внутрішньої позики держави (ОВДП). Емітентом ОВДП стало Міністерство Фінансів, а НБУ – агентом їх розміщення. Таке рішення, в свою чергу, вирішувало наступні проблеми:

- регулювання грошово-кредитного регулювання, у зв'язку з прямим кредитуванням Кабінету Міністрів Нацбанком для покриття дефіциту бюджету;
- створення фондового ринку;
- фінансова стабільність шляхом перерозподілу фінансових ресурсів в результаті інвестування комерційних банків в ОВДП [48].

Таблиця 2.4 Динаміка показників інфляції, грошової маси, реального ВВП, реальної заробітної плати, (у % до попереднього року)

	Інфляція	Грошова маса	Реальний ВВП	Реальна заробітна плата
1995	281,7	215,5	87,8	128,1
1996	139,7	135,1	90	86,2

Джерело: створено авторами на основі даних [48]

В 1998 році Україну накрила чергова криза, спричинена розривом «мільної бульбашки» на кредитному ринку Росії. Українська економіка була щільно пов'язана з російською, що спричинило падіння гривні в 2 рази за рік, а уряд оголосив нездатність здійснити виплати по ОВДП. Українська банківська система лише нещодавно пережила кризові явища початку та почала нормально розвиватись, в тому числі з цієї причини вона виявилась недостатньо капіталізованою для ефективно боротьби з кризовими явищами. Нацбанк, в свою чергу, відреагував на кризу підвищенням облікової ставки, тим самим підтримуючи рестрикційний курс та дотримуючись правила Тейлора.

Третій етап охоплює період з 2000 року по 2007 рік та характеризується поступовим відновленням та розвитку всієї економіки та банківської системи зокрема. Ключовим рішенням даного періоду стало прийняття Закону України

«Про Національний банк», в якому проголошується його незалежність в проведенні грошово-кредитної політики, а головною ціллю визначено цінову стабільність в країні. «Відповідно до Конституції України» основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі» [30]. «Національний банк є економічно самостійним органом, який здійснює видатки за рахунок власних доходів у межах затвердженого кошторису адміністративних витрат...» [30].

Національний банк в цей період проводив нейтральну рестрикційну політику. Відбувалось поступове зниження облікової ставки після кризових явищ. Період характеризується збільшенням обсягів рефінансування, зокрема шляхом надання кредитів овернайт, проведенням тендерів кредитів, операцій СВОП. В цей же час закладаються передумови передумови для виникнення нової банківської кризи в 2008-2009 роках через збільшення обсягів кредитування без дотримання вимог ліквідності та зростання валютних ризиків через значну частку операцій в іноземній валюті.

Початок четвертого етапу проведення грошово-кредитної політики пов'язаний з поширенням світової кризи 2008 – 2009 рр. У цей час активно спостерігається:

- зниження темпів розвитку ринку фінансових послуг в Україні;
- зниження сукупного попиту населення внаслідок негативних очікувань, що в свою чергу призвело до зниження темпів зростання ВВП; послабленні ділової активності суспільства;
- скорочення обсягів виробництва кредитно залежними підприємствами.

Вже з 2009 року можна спостерігати різке зменшення рентабельності капіталу та активів банків України. Від'ємний пік показників спостерігається в 2010 році, коли рентабельність активів становила -4,38%, а рентабельність капіталу – -32,52%.

НБУ проводить рестрикційну процентну політику, спрямовану на утримання процентної ставки на позитивному щодо інфляції рівні (для повернення вкладів у

банківську систему). Для подолання кризових явищ НБУ починає активно використовувати інструмент викупу ОВДП в уряду країни, що видно з Рис. 2.2. На кінець 2009 року зобов'язання Нацбанку в ОВДП складали майже 43 млрд грн, при тому що 2008 рік регулятор починав без зобов'язань по державним облігаціям. По суті, Нацбанк знову закривав потреби Кабінету Міністрів, покриваючи дефіцит державного бюджету через монетарну емісію.

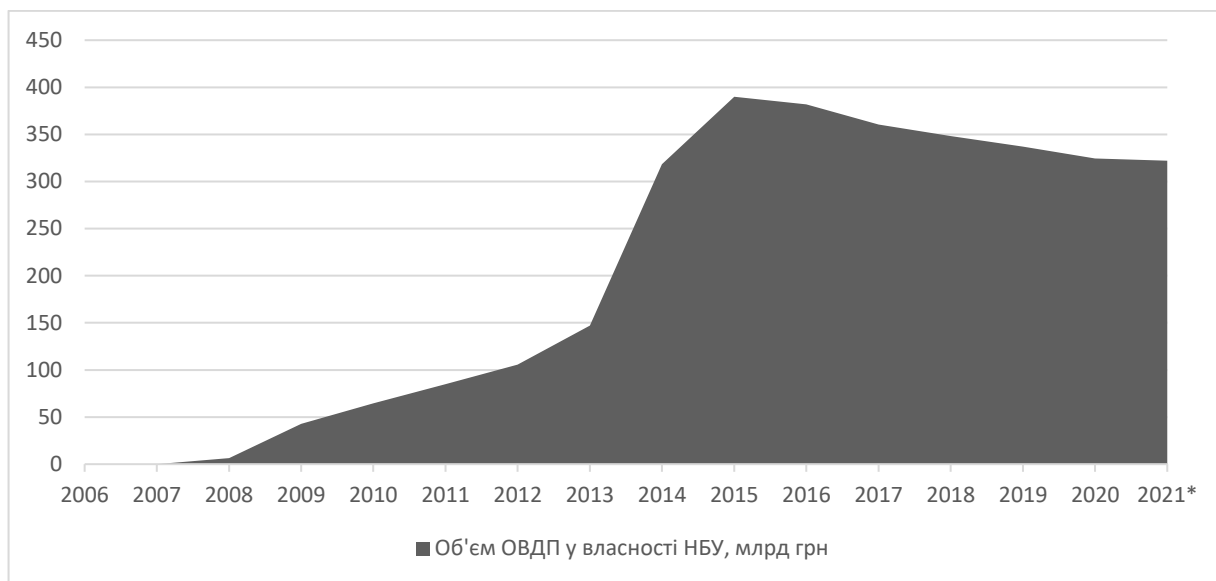


Рис. 2.2 – ОВДП у власності НБУ в 2006 – 2021 рр, млрд грн

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Початок п'ятого етапу монетарної політики виділяємо з кінця 2009 року по увесь 2013 рік. Це міжкризовий період, на кінець якого економіка України досягла свого піку, результати того року вдалося повторити лише в 2019. Проте, як виявилось пізніше, саме грошово-кредитна політика тогочасного КабМіну та НБУ стала однією з головних причин економічної кризи 2014-2015 рр.

Нацбанк проводив м'яку експансіоністську політику, поступово знижуючи облікову ставку з 9,5% до рівня 6,5%. Про незалежність регулятора в той час і не йшлося, регулятор лише виконував розпорядження, яким перед ним ставив Кабінет Міністрів. Так, незважаючи на подолання кризи, НБУ продовжував монетарну емісію. Як видно з Рис. 2.3, рівень монетизації в останній передкризовий рік склав рекордні в той період 63%. За умови величезного рівня доларизації в нашій економіці, цей показник міг сягати всіх 94%, якщо припустити, що половина

доларової готівки в Україні використовувалась для виведення капіталу, що, насправді, схоже на правду.

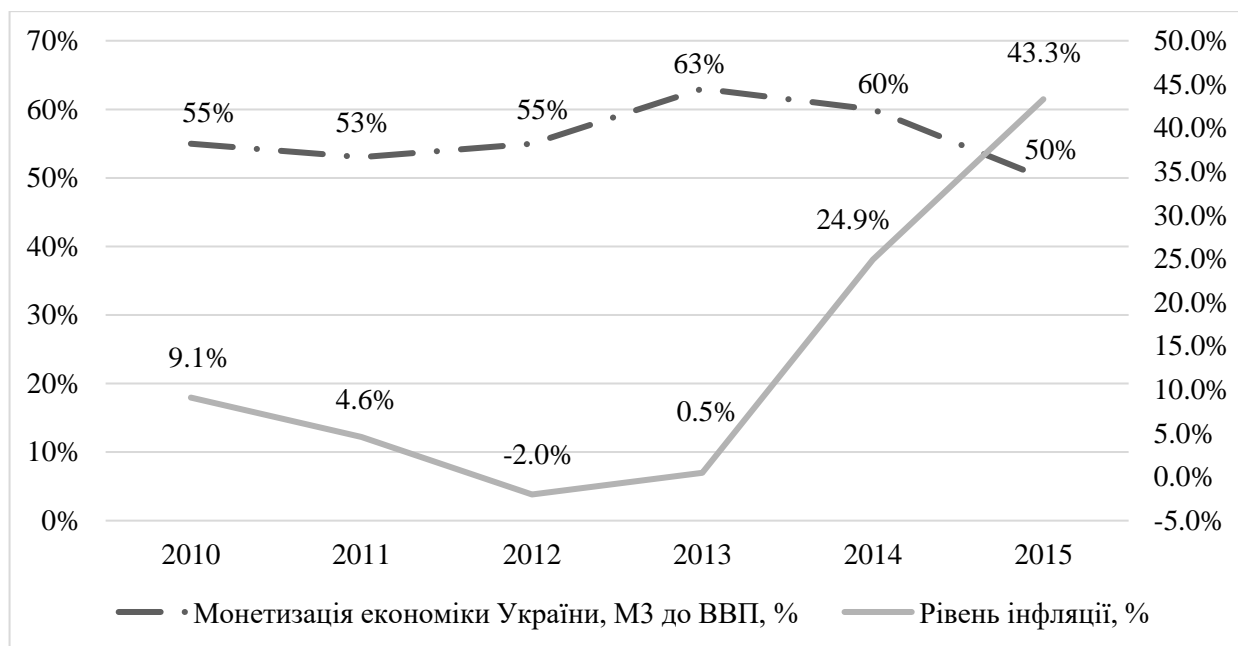


Рис. 2.3 – Рівень монетизації економіки України (МЗ до ВВП), % та рівень інфляції, % в 2010 – 2013 рр

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Як пояснював тогочасний прем'єр міністр Микола Азаров, «...з метою розвитку економіки, зростання внутрішнього ринку, збільшення доходів населення можна і потрібно нарощувати грошову масу, не побоюючись розвитку інфляції ...», тобто підняття рівня грошової маси проводилось державою навмисно. Як видно з того Рис. 2.3, інфляція в даний період досягла мінімальних значень за увесь час, а в 2012 році ми навіть спостерігали дефляцію. Це легко пояснити трансмісійним механізмом монетарної політики, а саме каналом обмінних курсів, який в Україні є дуже потужним. Збільшення монетарної маси без росту попиту на гроші призводить до того, що населення скуповує валюту чим спричиняє девальвацію гривні. Девальвація може мати позитивний ефект на розвинену економіку, в структурі експорту якої домінують товари з високою доданою вартістю, а споживчий кошик населення формують товари внутрішнього виробництва. Знецінення валюти стимулює експорт, а ціни на внутрішні товари залишаються сталими в короткостроковій перспективі, що в результаті може підвищити ВВП.

В Україні все навпаки: ми – ресурсна країна, дві третини експорту якої складає сировина, тобто обсяг нашого експорту нечутливий до зміни обмінного курсу. Разом з тим ростуть ціни на товари імпорту, що створює додатковий інфляційний тиск та додаткові валютні ризики для банківської системи. Особливо проблемним стає активне запозичення в іноземній валюті банків, що займаються кредитуванням на внутрішньому ринку та надання валютних позик агентам, що не мають інших валютних надходжень.

До валютних ризиків в банківській системі, описаних вище, додалися проблеми з банальною недокапіталізацією. Банківський сектор не оголтувся від кризи 2008 – 2009 рр., а проблеми маскувались банками та не помічались регулятором. Мова йде про такі складові регулятивного капіталу, як субординований борг та переоцінки. Нацбанк виставив норму максимальної кількості для субординованого боргу та переоцінки, за якою кожен з показників має становити не більше 100% від статутного капіталу, при цьому значення вище 50% вже вважаються нездоровими. Проте станом на 2013 рік, 42 з наявних 175 банків мали цей показник більше 50%, з них 14 мали співвідношення навіть більше 100% до статутного капіталу [32]. Це свідчить, що у Нацбанку ще до початку кризи були наочні сигнали щодо нездорового стану капіталів банків.

Крім створення додаткових стимулів для девальвації гривні, Нацбанк увесь досліджуваний період тримав обмінний курс на рівні 8 гривень за долар, що дозволяв йому режим фіксованого валютного курсу. Також КабМін проводив політику цінового регулювання. "Підтримка внутрішнього ринку, насичення його товарами і продуктами повсякденного вжитку, контроль і регулювання цін та тарифів монополістів, валютний контроль і тверда послідовна і творча політика уряду» – слова все того ж Миколи Азарова про тогочасну монетарну та фіскальну політику. Фіксований курс та цінове регулювання справді на короткий термін стримувало інфляцію, проте це також створювало диспропорції на грошово-товарному ринку.

Взагалі, монетарна політика тогочасного уряду виглядає вкрай популістичною. В 2010 – 2013 рр. в переважній більшості секторів економіки

спостерігається падіння продуктивності праці одночасно з ростом зарплатомісткості продуктивності праці. Тобто з кожним роком ефективність працівників зменшується, а оплата праці збільшується. Це очевидно зменшує конкурентоспроможність українських товарів на міжнародних ринках. Тому конкурентоспроможність вітчизняного виробника підтримувалась за рахунок девальвації гривні, а платив за це Нацбанк, запускаючи грошову емісію. В результаті ми отримали скорочення золото-валютних резервів Нацбанку з 34 млрд дол. США у 2010 до 20,5 млрд на кінець 2013 року, розвиток «чорних» ринків, зростання валютних ризиків банківської системи. Штучне стримування інфляції лиш спричинило накопичення ризиків, що вилились у кризу 2014 – 2015 років.

З початку 2014 року і до кінця 2019 року триває шостий етап проведення монетарної політики Нацбанком. Його початок ознаменувався масштабною кризою, про основні причини якої ми розказали в описі п'ятого етапу.

Головними характеристиками кризових явищ тих років стали:

- Падіння номінального ВВП в доларах в 2 рази: зі 183 млрд дол. США в 2013 до 90 млрд дол. США в 2015 році;
- Падіння реальної заробітної плати на 25% з 2013 по 2015 рік;
- Інфляція, що в 2014 році досягла показника в 24,9%, а в 2015 р. – 43,3%;
- Девальвація гривні більш ніж в 3 рази за перші півтора року;
- Кількість діючих комерційних банків за 2014 – 2016 рр. скоротилась з 163 до 117 одиниць;

Звичайно, неможна забувати про геополітичні причини катастрофічних кризових явищ тих років. . В першу чергу, мається на увазі агресія з боку Російської Федерації, що проявилась у вигляді анексії Криму та розгортання бойових дій із захопленням значних територій Луганської та Донецької областей разом з обома обласними центрами. На непідконтрольній Україні території опиняються стратегічні підприємства чорної та кольорової металургії, машинобудування, значна частина гірничодобувної галузі та ін. Паралельно відбувається суттєве скорочення ЗТО з Росією, що на 2014 складала 25% в сукупному імпорті та 19,5% в сукупному експорті, займаючи перше місце в обох випадках. В той же час у світі

спостерігається тренд середньострокового характеру на зниження вартості на енергоносії та сировинні товари. Так, на товари, що мають стратегічне для України експортне значення, спостерігалось наступне падіння цін за рік: -50% на руду, -40% на метали, -37,8% на соняшникову олію, -9% на зернові.

Також варто додати, що 2014 рік був найбільш неспокійним в плані політичної невизначеності: до зовнішніх проблем додалась кардинальна перебудова владної структури, включаючи події на Майдані з подальшою втечею Четвертого президента, наступні президентські та парламентські вибори. Зазвичай, такі події негативно впливають на економічні показники.

З вищеперерахованих причин, Нацбанк початку 2014 року переходить на політику «дорогих грошей». Так, вже 15 квітня 2014 року облікова ставка була підвищена до 9,5%, на протязі року вона досягне значення в 14%. У зв'язку з загостренням кризових явищ, в 2015 році вона була піднята до рекордних з кінця 90-х 30%. Таким чином НБУ намагався підвищити внутрішню вартість національної валюти, тим самим зменшуючи тиск інфляції та девальвації.

Така політика дала свої плоди, і вже в липні-серпні 2015 ми спостерігали від'ємні значення інфляції, тобто девальвацію. У зв'язку з цим вже 28 жовтня того ж року було прийнято рішення щодо зниження ставки до 27%. Через рік вона вже складала 14%. Таким чином регулятор наблизив облікову ставку до рівня інфляції, залишаючи її на позитивному рівні. Це також було намагання простимулювати економіку після довгого депресивного періоду. Проте недосвідченість регулятора в керуванні, а головне, неузгодженість дій з урядом призвели до другої хвилі росту інфляції в 2017 році. Всупереч позиції Нацбанку, уряд підвищив мінімальну заробітну плату та пенсії до рівня, який не дозволяв тогочасний ВВП. Подальша проведення політики «дорогих грошей» в 2017 та 2018 роках та дуже поступове зниження ставки в 2019 році призвели до того, що вже 2019 та 2020 роках інфляція досягла таргету.

Останній, сьомий етап, розпочався з початку 2020 року і триває до сьогодні. Ми виділяємо його як окремий через настання пандемії Covid-19 та рецесії, пов'язаної зі скороченням споживчого попиту та виробництва. Локдауни, що

вводяться час від часу, та перманентний адаптивний карантин не дають економіці функціонувати в повну силу, хоча станом на початок 2021 року можна констатувати, що вона, значною мірою, адаптувалася до нових умов.

Адаптувався до нових умов і Нацбанк, запустивши з початку 2020 року різке скорочення облікової ставки, яка вже 12 липня досягла значення в 6% – найнижчого за увесь період після банківської кризи 2014 – 2015 рр. Фактично, регулятор запустив стимулюючу політику, аби зменшити удар по економіці. Але найголовніше, можемо констатувати, що зміна напряму монетарної політики та ділового циклу не збіглася зі зміною політичного циклу, що є хорошим сигналом руху до незалежності ЦБ. Крім того, це перша економічна криза, що не супроводжувалась кризою банківської системи та гіперінфляцією. В цьому є значна заслуга регулятора, що ми намагатимемось показати в наступному підрозділі.

Узагальнюючи по усьому підрозділу, можна простежити чіткий взаємозв'язок між бездумною монетарною політикою та кризовими явищами в національній економіці, особливо, що стосується інфляції. Незалежність Нацбанку, що проводив зважену політику монетарного регулювання після кризи 2014 – 2015 рр., очевидно, дала свої позитивні результати.

2.2 Проведення монетарної політики на сучасному етапі, її вплив на економіку під час пандемії.

В попередньому підрозділі ми періодизували розвиток монетарної політики, використовуючи зміни в політиці Нацбанку щодо облікової ставки. Визначаючи сучасний етап проведення монетарної політики, в першу чергу, опираємось на зміну курсу та режиму грошово-кредитної політики країни. Ми стверджуємо, що такі структурні зміни де-юре та де-факто відбулись в 2014 – 2016 рр. завдяки наступним подіям:

- Встановлення плаваючих валютних курсів в лютому 2014 року;
- Масове банкрутство банків, очищення банківської системи;
- Зміна законодавства в червні 2015 року;

- Фактичний перехід до режиму інфляційного таргетування в 2016 році ,як наслідок змін, описаних вище.

Режим гнучкого ціноутворення необхідний для регулятора аби мати достатньо інструментів та індикаторів для проведення виваженої та стабілізуючої грошово-кредитної політики. Проте така різка відмова від фіксованих курсів в умовах політичної дестабілізації мала, переважно, негативний ефект. Перехід до вільного ціноутворення одразу вивільнив ті диспропорції на грошово-кредитному ринку з часів уряду Азарова, що спричинило миттєве зростання обмінного курсу до 12 грн за дол. США (Рис. 2.4). Паніка серед населення призвела до загострення валютних ризиків, сформованих в 2010 – 2013 рр.: населення почало активно забирати свої вкладення на валютних депозитах та розмінювати гривню на валюту. За 2014 рік банки втратили валютних депозитів на суму 10 млрд дол. США, або 34% від загальної суми.

Знецінення національної валюти поряд зі втратою валютних резервів призвело до кризи ліквідності банків, в результаті чого значна кількість банків розпочала процедуру банкрутства. Нацбанк реагував на це трьома способами: Підтримка ліквідності банків за рахунок рефінансування, підвищення рівня відшкодування за вкладами та прискорення виведення неплатоспроможних банків з ринку[32]. Кризові явища в банківській системі лише підігрівали девальваційні очікування, внаслідок чого гривня продовжила девальвувати. За відсутності досвіду роботи при вільному курсоутворенні, Нацбанк просто жахливо працював з очікуваннями економічних агентів. За рахунок цього регуляторні заходи Нацбанку в сфері валютного регулювання набували, скоріше, негативного ефекту, розпалюючи негативні очікування у населення та стимулюючи появу чорних валютних ринків та спекулянтів.

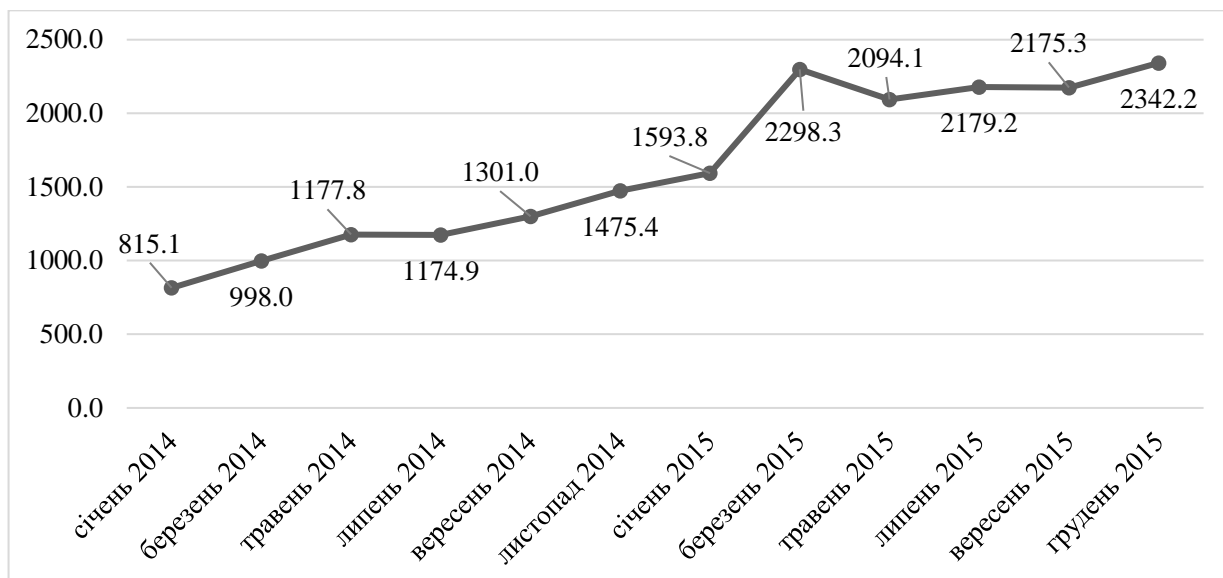


Рис. 2.4 – Середньозважений курс на міжбанківському валютному ринку України за місяць, грн за 100 дол. США

Джерело: створено авторами на основі даних [51]

Одним з таких рішень стала постанова НБУ №758 «Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України» від 1 грудня 2014 року. В умовах скорочення валютних депозитів, а отже і валюти в економіці, регулятор вдався до адміністративних дій: обмежити видачу депозитних сертифікатів ,розпочинаючи з 28 лютого 2015 року». Замість збереження валюти в банківській системі рішення мало обернений ефект та сприяло зростанню недовіри до банківської системи у населення. В результаті таких дій ЦБ, населення масово почало виводити валюту з банків, а потенційні вкладники відмовлялись від валютних заощаджень через анонсовану затримку повернення коштів. Результатом стало ще більше роздмухування девальвації, а гривня в лютому 2015 року впала ще на 44% (Рис. 2.4).

Трансмісійний канал обмінних курсів став головною причиною інфляції та кризи 2014 – 2015 рр., проте не єдиним. Як вже зазначалося, нестача валютної ліквідності в банках призвела до масового запуску ними процедури банкрутства (Рис. 2.5). Аби уникнути колапсу всієї банківської системи Нацбанк був змушений застосовувати механізм рефінансування. Лише в 2014 році НБУ надав кредитів рефінансування на суму 121 млрд грн. Якщо до цього додати фінансування

проблемного «Нафтогазу», то сума зросте до 171 млрд грн [51]. Звичайно, така масова емісія національної валюти ще сильніше збільшувала зобов'язання банків в гривні та стимулювала ріст інфляції та інфляційних очікувань надалі.

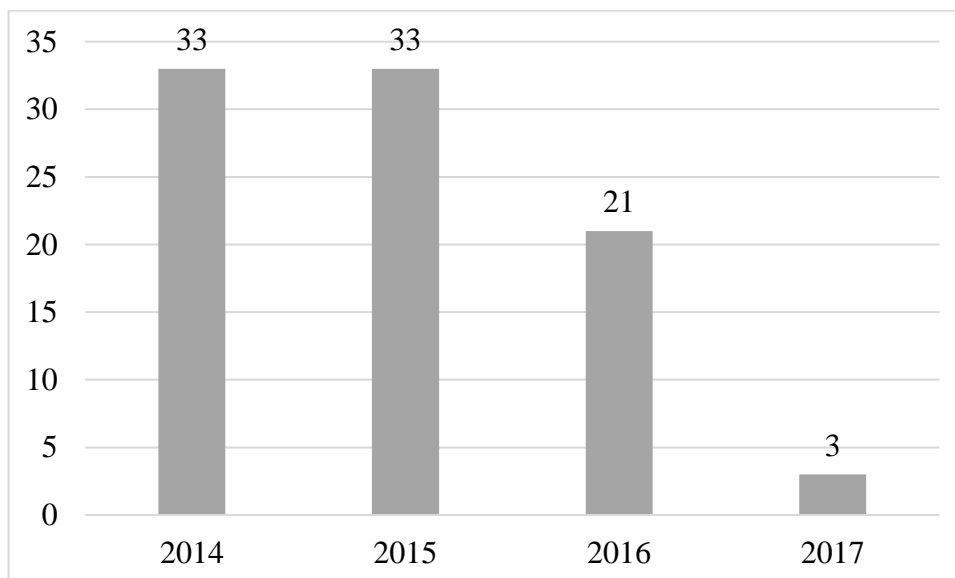


Рис. 2.5 – Кількість банків, що визнані неплатоспроможними і перебувають в стані ліквідації за 2014-2017 рр.

Джерело: створено авторами на основі даних [51]

Як вже зазначалося в цій роботі, банківській сектор був справді в дуже проблемному стані, і його очищення Нацбанком – необхідна та важлива робота. Проте питання виникають з приводу того, як проводився процес рефінансування банків та їх закриття. Нацбанк паралельно активно кредитував проблемні банки та ліквідовував ті, на які до того виділив значні кошти. Складається враження, що НБУ або не міг ефективно виводити проблемні банки, або умисно видавав їх вже «мертвим» банкам, аби їх власники могли вивести кошти з банку в офшор перед процедурою банкрутства. Така теорія, в тому числі, підтверджується інцидентами, коли банки виставляли заздалегідь брехливу фінансову звітність, за якою їм необхідно отримати кредит рефінансування. Після отримання кредиту вони встигали вивести гроші ще до банкрутства, зокрема, такий факт підтверджено у випадку «Єврогазбанку».

Нижче представлений список банків, у випадку яких термін між останнім отриманим траншем рефінансування та запровадженням процедури ліквідації був

найкоротшим.

Таблиця 2.5 Рефінансування НБУ банків, де спостерігаємо найменший період між днем останнього траншу і введенням тимчасової адміністрації чи ліквідації протягом 2014–2015 рр.

Назва банку	Сума останнього траншу рефінансування, тис.грн	Кількість днів від дати останнього траншу рефінансування до дати:	
		запровадження тимчасової адміністрації	початку процедури ліквідації
АТ "Брокбізнесбанк"	2000000	19	119
ПАТ "Банк Форум"	422000	78	172
ПАТ "Банк"Київська Русь"	59670	44	163
ПАТ "ВіЕйБі Банк"	1200000	42	161
ПАТ "Укрбізнесбанк"	152500	51	170
ПАТ "АКБ Банк"	52000	78	169
ПАТ "БГ Банк"	48000	79	170
ПАТ "Банк Камбіо"	12000	77	164

Джерело: складено авторами на основі даних [32].

В результаті ліквідації банків в 2014 – 2017 рр. фіз. особи та суб'єкти бізнесу втратили 140 млрд грн. На даний момент, бізнесу відшкодовано лише 6% вкладень в збанкрутілих банках, а населенню з депозитними рахунками більше 200 тис грн – 9%. Звісно, всі вкладення повертались з державного бюджету, який і так був обтяжений борговими зобов'язаннями перед зовнішніми кредиторами. Сумарно, за розрахунками того ж НБУ та USAID, українська економіка втратила 40% ВВП через банківську кризу тих років.

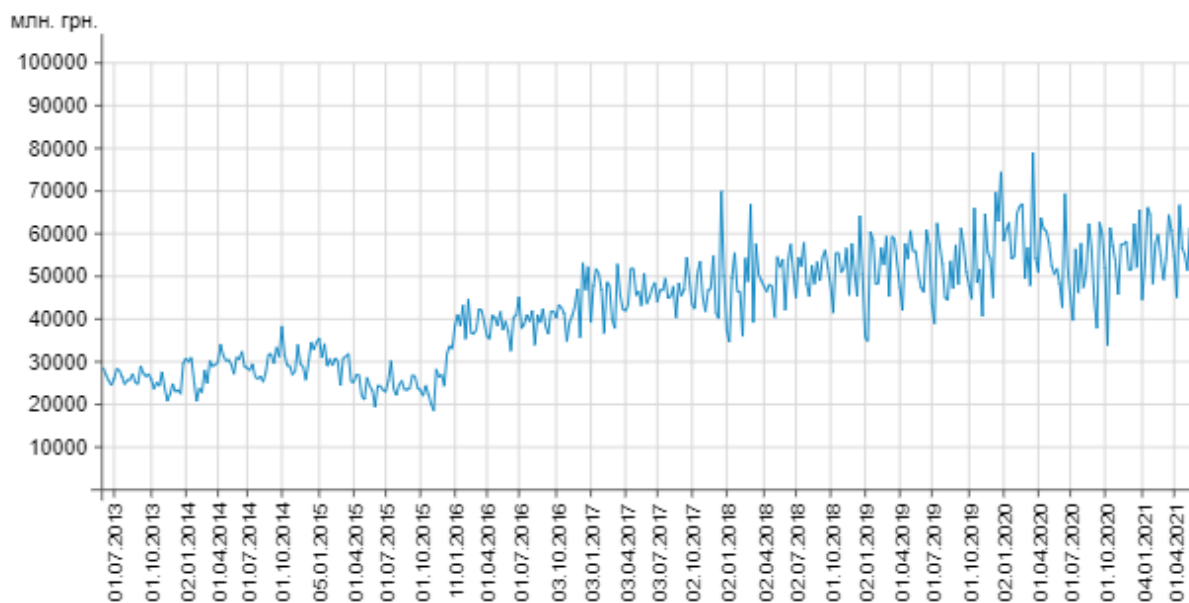


Рис. 2.6 – Динаміка залишків на кореспондентських рахунках банків України в НБУ упродовж 2013—2021 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних [50]

Проте очищення банківської системи все ж мало позитивні наслідки для економіки в довгостроковому періоді. В результаті проведення зваженої макропруденційної політики та за рахунок кредитних інструментів овернайт, що зменшували коливання ліквідності для банків, Нацбанку вдалося забезпечити стійкість банківської системи (Рис. 2.6). Надалі це стало однією з основ введення режиму таргетування інфляції.

Одним з визначальних моментів сучасної монетарної політики України стало прийняття Верховною Радою законопроектів №2742 та №2743, які посилили незалежність та інституційну спроможність НБУ. Після внесених змін до Закону України «Про Національний банк України», там говориться, що «Національний банк не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано ... на фінансування витрат Державного бюджету України». А також: «Національний банк не має права купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває у державній власності» [44]. За великим рахунком, вперше за 25 років самостійності в Україні створені юридичні підстави для інституціональної незалежності ЦБ.

Як показав досвід 2014 року, лише одної зміни керівництва Нацбанку для досягнення його незалежності недостатньо. Під час проведення рефінансування банківської системи, очевидні преференції отримували державні банки. Фактично, це є непрямим кредитуванням дефіциту державного бюджету, що в 2014 році склав 5,5% [50]. Аналогічна ситуація і з кредитуванням державного «Нафтогазу», регулятор скуповував ОВДП для таких дій стали одним із каталізаторів поширення інфляції в другій половині 2014 року.

З досягненням незалежності Нацбанку, відмовою від фіксованих валютних курсів та створенням технічних передумов, а саме розробка макроекономічних моделей та квартальних прогнозних циклів, В 2016 року, де-факто був розпочатий режим інфляційного таргетування. На той рік ціллю з інфляції був виставлений показник в 10% з цільовим коридором $\pm 3\%$. З публікацією «основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік» перехід до режиму таргетування інфляції затверджений офіційно. В цьому ж документі прописана кінцева ціль з інфляції: 5% з коридором $\pm 1\%$, якої Нацбанк притримується і сьогодні.

Основне досягнення нового монетарного режиму – приборкання інфляції. Для впливу на грошову масу та рівень цін у Нацбанку є два основні інструменти: облікова ставка та пряма емісія, і регулятор використовував їх обох.

Для грошової емісії у Нацбанку є 3 основні канали: викуп ОВДП у МінФіну, валютні інтервенції та рефінансування банків. Після зміни законодавства у 2015 році НБУ більше не може купувати ОВДП в уряді на первинному ринку, тому з того часу цей канал широко не використовувався, що видно на Рис. 2.2. Більше того. В 2017 році спільно з МінФін була погоджена процедура репрофайлінгу ОВДП на суму 221,6 млрд грн. Нові облігації було випущено на суму 229 млрд грн з терміном обігу від 8 до 30 років з тим, аби щорічні суми виплат по наявному боргу становили 13 млрд грн до 2047 року. Єдиним виключенням стала докапіталізація Приватбанку внаслідок його націоналізації, коли НБУ все ж викупив випущені ОВДП.

Після введення режиму плаваючих валютних курсів, канал валютних інтервенцій використовується Нацбанком, в першу чергу, для згладжування

надмірної волатильності курсів, що негативно впливають на економіку, та для накопичення Міжнародних валютних резервів. Очевидно, покупка валюти передбачає друк гривні, що стимулює ріст інфляції. Так, Нацбанк активно скуповував валюту на протязі останніх двох років, що дозволило на кінець 2020 року накопичити 29,1 млрд дол. США, що на 15% більше, аніж в 2019 році та є восьмирічним рекордом [46]. Що цікаво, ріст інфляції почав спостерігатись лише в другій половині 2020 року, коли її значення покинуло цільовий діапазон в 5%+/-1 пп. Увесь 2019 рік інфляція залишалась на мінімальному рівні, не дивлячись на те, що Міжнародні резерви тоді виросли на 21,6% до 25.3 млрд дол. США [45]. Пояснюється це потребами економіки, що були значно вищими за рівень випущеної Нацбанком додаткової грошової маси.

Найбільш поширеним за останні 7 років каналом емісії стало рефінансування банків. Після 2014 – 2015 рр Нацбанк використовував даний інструмент вже не так широко, підтримуючи ліквідність окремих банків. Обсяги рефінансування значно збільшились в 2020 році: в 7,9 разів, порівняно з 2019 роком, а частка коштів НБУ в зобов'язаннях банків підвищилась з рекордно низьких 0,4% в лютому 2020 до 3,8% станом на кінець року (Рис. 2.7).

Національна валюта, випущена в результаті емісії, є основою для формування грошової бази – сукупності зобов'язань Нацбанку в гривні. Вона є показником бази фінансування та основою для формування грошових агрегатів. Крім готівки до неї відносяться переказні гривневі депозити. Станом на початок 2021 року, вона складає 596 млрд грн, при чому 90,4% складає готівка, 9,2% - обов'язкові резерви в гривневих депозитах.

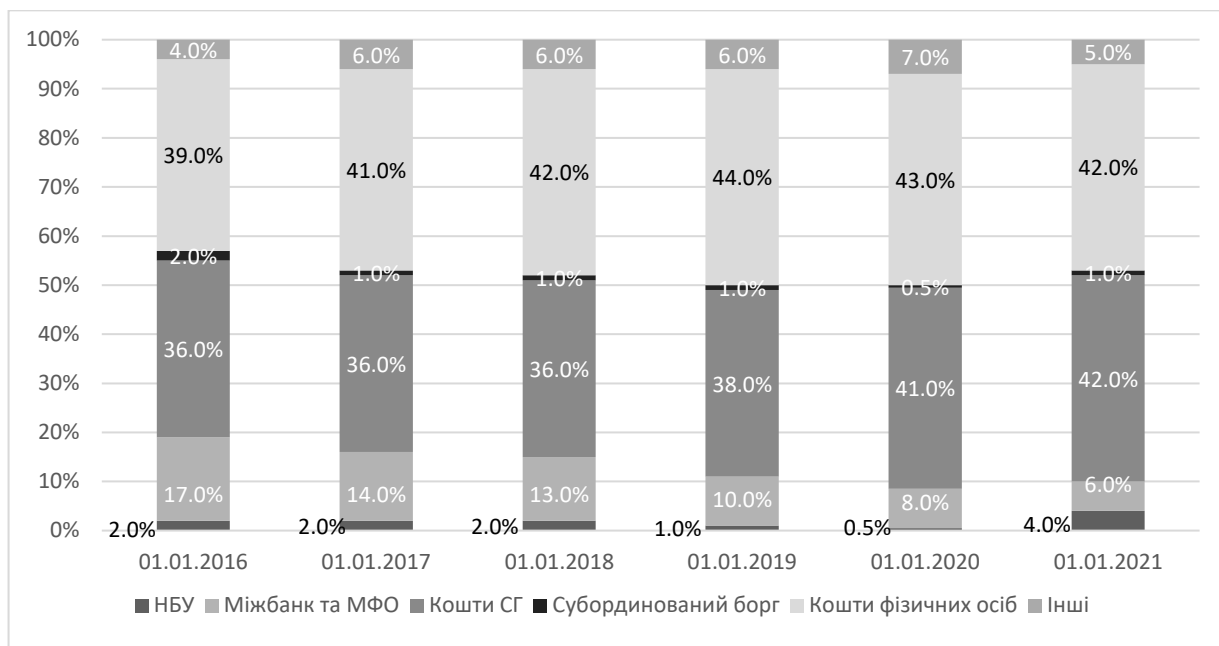


Рис. 2.7 – Структура зобов’язань комерційних банків

Джерело: створено авторами на основі даних [45] [46]

Для того, аби визначити вплив двох основних інструментів НБУ (зміна облікової ставки та зміна грошової бази до ВВП) на інфляцію, ми провели кореляційно-регресійний аналіз. Дослідження здійснено за останні 7 років, починаючи з березня 2014 року. Таким чином всі дані моделі на часовому проміжку знаходяться після відміни іксованих валютних курсів, що спотворюють реальні ринкові механізми ціноутворення. Дані взяті помісячно, всього 82 спостереження.

Перш за все проведемо кореляційний аналіз показників аби виявити, чи є мультиколінеарність між незалежними змінними. Також ми додали показники процентних ставок за новими кредитами та депозитами для резидентів за той же період для того, аби дослідити щільність трансмісійного механізму облікової ставки НБУ. Значення парних коефіцієнтів для вищеперерахованих показників вказані в таблиці 2.6.

На основі отриманих результатів можна зробити наступні висновки:

- Між показниками облікової ставки та грошової бази, зваженої за ВВП, відсутня залежність, що прибирає проблему мультиколінеарності в моделі;

- Між обліковою ставкою та процентними ставками за кредитами та депозитами банків існує щільний зв'язок, що свідчить про роботу трансмісійного механізму облікової ставки в Україні;
- Найбільше з інфляцією корелює облікова ставка НБУ та зважений до ВВП показник грошової бази, при чому в обох випадках зв'язок прямий.

Таблиця 2.6 Значення парних коефіцієнтів для основних монетарних показників України, 2014 – 2020 рр.

	Процентні ставки за кредитами	Процентні ставки за депозитами	Облікова ставка НБУ	Інфляція	Грошова база/ВВП
Процентні ставки за новими кредитами	1				
Процентні ставки за новими депозитами	0.882215	1			
Облікова ставка НБУ	0.79198	0.714754	1		
Інфляція	0.305953	0.381168	0.518346	1	
Грошова база/ВВП	-0.10266	0.153349	-0.05571	0.677694	1

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Так як показники грошової бази/ВВП та облікової ставки не корелюють між собою, при цьому маючи тісний зв'язок з рівнем інфляції, ми можемо побудувати регресійну модель, в якій:

- Інфляція - залежна змінна, виражена Y ;
- Грошова база/ВВП – незалежна змінна, виражена x_1 ;

- Облікова ставка НБУ – залежна змінна, виражена x_2 .

Отже, регресійне рівняння має наступний вигляд:

$$y = 2,56x_1 + 0,01x_2 - 0,4$$

Таблиця 2.7 Оцінки параметрів та регресійна статистика інфляційної моделі

Зважений коефіцієнт детермінації R^2	0.769085		
Стандартне відхилення	0.062191		
Критерій Фішера F	135.889		
Параметри	A_1	A_2	A_0
Значення	2,56	0,01	-0,4
Тест Ст'юдента	12.67849	10.58961	-11.4952

Джерело: створено авторами на основі власних даних

Результати оцінки параметрів моделі продемонстровані в таблиці 2.7. Значення зваженого коефіцієнта детермінації 0,77 вказує, що зміну рівня інфляції на 77% пояснюється екзогенними змінними та на 33% іншими факторами. Модель є адекватною, на що вказують показники Т-тестів та критерій Фішера. Отже внесені змінні обрано обґрунтовано, а їх значення є статистично значимими.

Значення параметрів змінних вказують, що збільшення показника грошової маси/ВВП на 1% приведе до росту інфляції на 2,56%; ріст облікової ставки на 1 п.п. спричинить ріст інфляції на 0,01%.

Дане дослідження доводить, що інфляція в Україні має, в першу чергу, монетарне походження. Будь-який вплив Нацбанку на грошову базу суттєво впливає на рівень цін. Проте наш показник є зваженим на ВВП, тобто за умови використання економікою додаткової грошової бази, емісія не матиме

негативного впливу на рівень цін. НБУ має уважно відслідковувати потреби економіки в грошовій масі і вливати готівку на ринку лише за наявного потенціалу її використання.

В 2020 році відбувається безпрецедентний ріст монетарної бази, за рік її значення виросло на 132 млрд., що склало 26,9%. Це найвищий відсоток приросту, починаючи з 2008 року. Така тенденція добре вписується в загальну політику Нацбанку на 2020 рік, що полягала в стимулюванні економіки під час пандемії. Це стало можливо завдяки тому, що в 2020 рік банківська система входила з достатнім запасом ліквідності, прибутковістю та диверсифікованими ризиками, а інфляція на кінець року знаходилась на нижній межі цільового коридору. В результаті після кризових явищ пандемії, що супроводжувались кризою споживання та виробництва, банківська система не лише не зазнала колапсу, а й змогла допомогти економіці легше подолати рецесію.

Для підтримки банківського сектору Нацбанк активно використовував інструмент рефінансування. Для більш оперативного покриття касових розривів в ліквідності, регулятор подовжив строк надання рефінансу до 90 днів. Важливим кроком в даному напрямку стало впровадження інструменту довгострокового рефінансування на термін від 1 до 5 років за обліковою ставкою. Умови для застави ті ж, що і для рефінансування за тендером. Загалом, за рік було надано 48,5 млрд грн таких кредитів, що мало сприяти пожвавленню економічних процесів. Також було запроваджено новий інструмент – своп процентної ставки, що дозволяє банкам захиститися від процентного ризику, не роблячи ризикову надбавку при кредитуванні населення. За 2020 рік було проведено 8 тендерів на суму 15,4 млрд дол. США [46].

Для підтримки банківського сектору регулятором також були здійснені пруденційні заходи. По-перше, Нацбанк відтермінував запровадження нових заходів з пруденційного нагляду, анонсованих на 2020 – 2021 рр. Також було скасовано перевірки банків, стрес-тестування, знижено вимоги щодо розрахунку кредитного ризику на період дії кредитних канікул, що були введені вже для підтримки клієнтів банків.

Програма дозволяла вкладникам відтермінувати сплату кредиту за домовленістю з банком. Наприклад, поширеним став сценарій, за якого на термін дії канікул боржник має сплачувати лише відсотки за кредитом, а виплати по тілу боргу відтермінуються [47].

Важливим показником ефективної монетарної та макропруденційної політики Нацбанку стала зростаюча довіра населення до банківської системи. Як і завжди за кризових явищ в Україні населення масово почало скуповувати валюту в першій половині 20 року, що спричинило девальваційний тиск на гривню та, відповідно, підштовхнуло ріст інфляції. Проте навіть за таких умов відбулось зростання гривневих депозитів на 837 млрд грн (36% порівняно з 2019 р.).

Низька облікова ставка у 6% (при чому з кінця 2020 року реальна облікова ставка набула від'ємних значень) разом з пруденційними заходами по лібералізації банківського нагляду, контролем за ліквідністю та зниженням курсових та процентних ризиків надали можливість для зниження ставок за кредитами та депозитами. Середньозважена ставка за кредитами знизилася до 12%, а середньозважена процентна ставка за депозитами у гривні знаходилася нижче рівня облікової ставки і зафіксувалася на рівні 4% (Рис. 2.8). Високі ставки за кредитами пояснюються, в першу чергу, все ще високим ризиком неповернення.

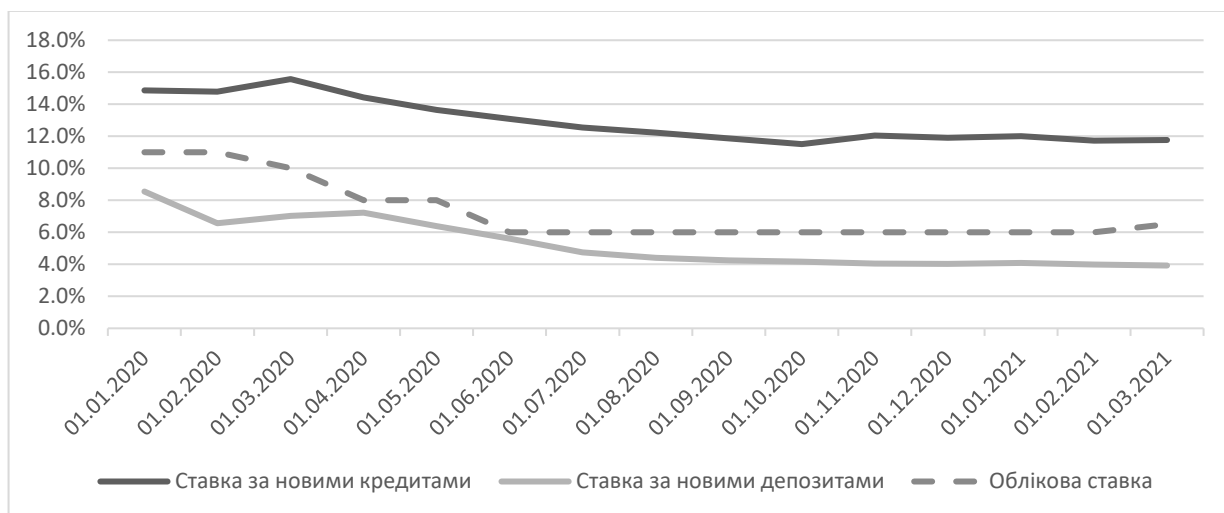


Рис. 2.8 – Динаміка зміни облікової ставки та ставок за новими кредитами та депозитами в часи пандемії, %

Джерело: складено авторами на основі даних [51]

Різке зниження облікової ставки спричинило також падіння дохідності по ОВДП в другій половині 2020 року. Така ситуація стимулювала інвесторів посилено вкладатись в ОВДП ще до зниження відсотків, що дозволило МінФіну реалізувати середньострокові та довгострокові облігації. Все ще основними інвесторами в ОВДП залишались українські банки, в структурі активів яких ОВДП на кінець 2020 року становили 32,3% (Рис. 2.9). Можна сказати, що це є певною проблемою. ОВДП забезпечені державою, а тому є достатньо надійним вкладенням, разом з тим рестрикційна політика НБУ щодо рівня облікової ставки в усі попередні роки зробила державні облігації ще й високодохідним вкладенням. В результаті банки мають менше стимулів кредитувати населення та СГ, що залишається на катастрофічно низькому рівні. В 2020 році об'єм наданих кредитів знизився на 3,3% до 589 млрд грн [46]. Багато в чому це пов'язано введенням кредитних канікул, крім того, в періоди відсутності жорстких карантинних заходів банки нарощували кредитування. В 2020 відбулося зниження частки проблемних кредитів з 48% до 41% за рахунок списання. Саме цей процес відображено на Рис. 2.9 де спостерігається скорочення частки кредитів в структурі активів банків.

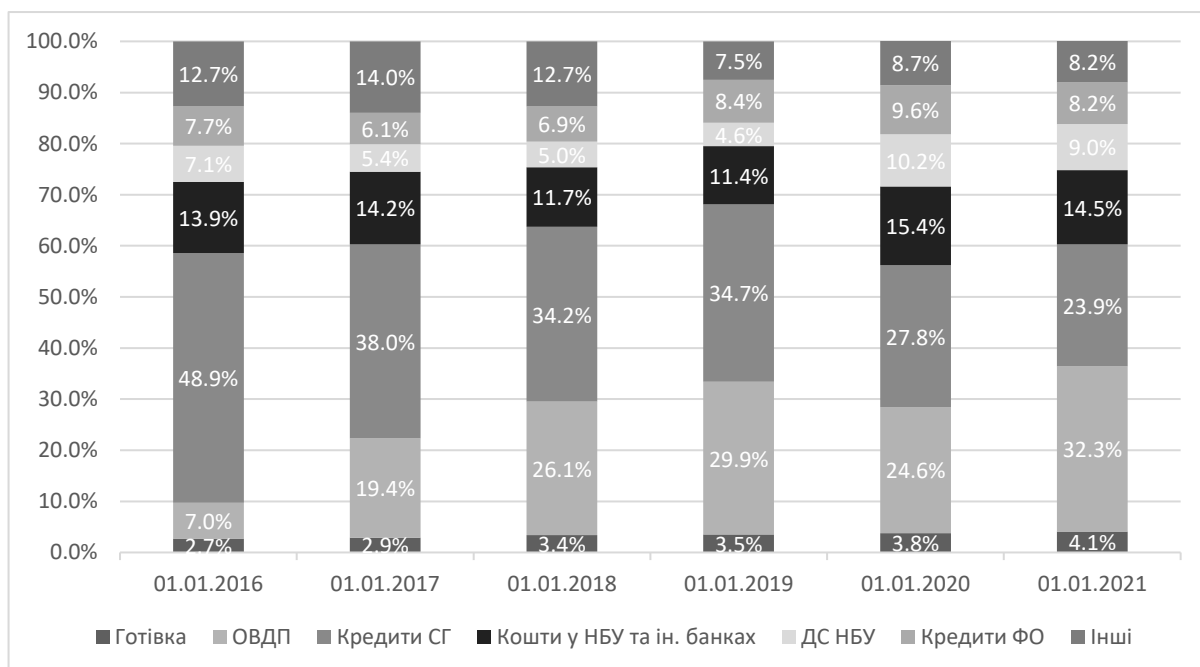


Рис. 2.9 – Структура банківських активів в 2016 – 2021 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних [45] [46]

До негативних змін в політиці НБУ стало розширення з квітня 2020 року, рішенням ради НБУ, переліку доступної застави для банків для отримання кредиту рефінансування: тепер ними можуть бути облігації підприємств, під державні гарантії [46]. Це робить можливим для НБУ не напряду кредитувати державні витрати, що заборонено Законом та ставить під удар незалежність НБУ та цінову стабільність. В 2020 році за цією схемою відбулося фінансування Нацбанком програми «Великого будівництва» через державний «Укресімбанк». Банк отримав рефінансування на 22 млрд грн, за які надав кредит «Автодору» під заставу облігацій, випущені під державну гарантію [20]. Звісно, така сума не повинна дати суттєвого інфляційного тиску, проте прийняте радою НБУ рішення, фактично, відкриває ящик Пандори для подальшого фінансування Нацбанком витрат бюджету, що є неприпустимим.

Висновки до розділу 2

На основі проведеного дослідження щодо реалізації монетарної політики Нацбанком на протязі всієї історії України, можна сформулювати наступні висновки:

- Перші 23 роки, фактично, Нацбанк перебував у залежності від уряду, періодично фінансуючи його витрати.
- Усі кризи в вітчизняній економіці (криза початку 90-х, криза 1998 року, світова криза 2008 – 2009 рр., криза 2014 – 2017 рр.) спричиняли банківську кризу, що ще більше заганяло країну в рецесію. Єдине виключення – криза внаслідок світової пандемії Covid-19, яку банківська система переживає зі значним запасом ліквідності.
- Під час кризових явищ держава часто використовувала грошову емісію для подолання негативних наслідків (криза на початку 90-х, світова криза та криза 2014 – 2017 рр.), що лише більше загострювало проблеми, призводило до порушення цінової та фінансової стабільності, що гальмувало економічний ріст.
- Криза 2014-2017 рр. – наслідок безвідповідальної монетарної політики уряду Азарова та післямайданного НБУ. Перші зробили Нацбанк ручним банком

уряду, чим спричинили вичерпання Міжнародних валютних резервів, сприяли накопиченню валютних ризиків у банків та створили диспропорцію на грошово-кредитному ринку та переоцінений валютний курс. В свою чергу НБУ в 2014 р. роздмухав девальвацію та інфляцію недбалими діями на валютному ринку, провальним рефінансуванням та капіталізацією державних банків і «Нафтогазу».

- Незалежна рестрикційна політика НБУ дозволила банківській системі успішно долати кризові явища, пов'язані з пандемією. Створений запас міцності дозволив НБУ проводити стимулюючу політику під час пандемії, підтримуючи економіку.
- Скоріше за все, стримуюча політика НБУ в 2017-2019 роках була занадто жорсткою, за рахунок чого економіка недоотримала грошову масу для відновлення та росту.
- Створена регресійна модель довела домінуючий монетарний вплив на інфляцію. Сильна пряма залежність облікової ставки та інфляції свідчить про інертність інструменту ключової ставки, що встановлюється Нацбанком для боротьби з інфляцією, а не для її запобігання.
- Незважаючи на кризу, Нацбанк зміг утримати інфляційні очікування агентів на низькому рівні та почав повертати довіру до українських банків. Результатом цього стало стрімке зростання банківських вкладень та відсутність паніки, що могла би спричинити відчутний девальваційний та інфляційний тиск на економіку.
- Розширення кола інструментів, які банк може використовувати як заставу для рефінансування, і включення до них облігацій компаній, випущених під державні гарантії, вже дозволив НБУ профінансувати програму уряду. Це створює суттєвий ризик для незалежності регулятора в майбутньому.

РОЗДІЛ 3 РОЗВИТОК СИСТЕМИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1 Світовий досвід проведення монетарної політики в умовах пандемії

Згідно з положеннями Маастрихтського договору, пріоритетною і єдиною метою грошово-кредитної політики, за яку відповідає Європейський Центральний банк (ЄЦБ), є підтримка стабільності цін [39]. Крім того, дії Центрального банку повинні узгоджуватися з економічною політикою Європейського Союзу, зокрема з метою стимулювання довгострокового і неінфляційного економічного зростання і зниження рівня безробіття, якщо це не завадить досягненню головної мети. Положення Маастрихтського договору передбачають, що при проведенні єдиної грошово-кредитної політики, що підкоряється стабільності цін, система Євросистема повинна більшою мірою враховувати цілі Європейського співтовариства. Зважаючи на те, що зміни в регулюванні грошового ринку можуть мати несподівані наслідки в короткостроковому періоді, ЄЦБ повинен знижувати ризики різких коливань валового внутрішнього продукту і рівня зайнятості до рівня, необхідного для досягнення основної мети. Слід зазначити, що Маастрихтський договір встановлює ієрархію цілей, головним пріоритетом яких є стабільність цін. Це формулювання цілей засноване на наступних теоретичних передумовах: [39]:

- Гроші в довгостроковому періоді – нейтральні, при цьому зміна грошової маси призводить до зміни рівня цін, проте не має істотного впливу на ВВП та рівень безробіття;
- Інфляція, в першу чергу, має монетарну природу: зміни в ціновому рівні в довгостроковому періоді пов'язані зі зміною грошової маси; в короткостроковому періоді також мають значення макроекономічні шоки, проте їх вплив нівелюється в часі за рахунок проведення виваженої монетарної політики;

- В довгостроковому періоді ЦБ має інструменти для впливу на економічне зростання за рахунок підтримки цінової стабільності.

Визначені в Маастрихтському трактаті цілі реалізуються в монетарній політиці ЄЦБ, що, в свою чергу, складається з двох основних блоків:

- кількісної дефініції головної цілі, тобто стабільності цін;
- обсяг інформації та аналізу, які Рада директорів повинна враховувати при прийнятті перспективних рішень щодо монетарної політики [43]

Згідно прийнятої у 1998 році дефініції стабільність цін означає: «річне зростання Гармонізованого показника споживчих цін НІСР – Harmonised Index of Consumer Prices) для зони євро менше ніж 2%», причому стабільність цін необхідно утримувати «в середньостроковому періоді» [43]. Визначення цілі саме в такий спосіб враховує три важливих моменти

По-перше, ІСЦ – максимально простий та зрозумілий показник для більшості населення. По-друге, «нижче, але близько 2%», фактично, визначає незначну інфляцію як допустимий і, навіть, корисний чинник для економічного розвитку. По-третє, формулювання «в середньостроковому періоді» використовується через загальноприйняте розуміння того, що інфляцію неможливо контролювати в короткостроковому періоді через лаг трансмісійного механізму монетарної політики.

Кризи 2008 – 2009 років та сучасна криза внаслідок світової пандемії COVID-19 стали справжнім стрес-тестом для економік та сформували нові виклики для центральних банків в проведенні монетарної політики. Це стосується як монетарних викликів, так й інституціональних. Світ дуже по-різному відреагував на поширення кризових явищ в сфері попиту та виробництва, проте пул розвинених країн був єдиним в проведенні політики пом'якшення, що мала за мету максимально простимулювати та підтримати кризову економіку.

ЄЦБ в проведенні монетарної політики під час пандемії зосередився на програмах придбання активів та на довгострокових операціях рефінансування з метою:

- Забезпечення гнучкості в проведенні грошово-кредитної політики;

- Підтримка стабільності функціонування фінансових ринків для захисту трансмісійного механізму грошово-кредитної політики;
- Забезпечення достатньої ліквідності, особливо для підтримки рівня кредитування.
- З самого початку розповсюдження пандемії в березні 2020 року ЄЦБ проводив експансіоністську політику, в першу чергу, заохочуючи кредитування тих економічних агентів, що найбільше постраждали від кризи: малий та середній бізнес, самозайнятих.

30 квітня 2020 року було анонсовано на період між червнем 2020 року та червнем 2021 р. найбільшу в історії ЄЦБ процедуру рефінансування на суму 1,3 трлн Євро для підтримки ліквідності банків. Як показують проведені дослідження, отримана ліквідність направлялася банками на кредитування реального сектору: 74% опитуваних банків планували в найближчі 6 місяців використовувати кредит рефінансу для надання позик домогосподарствам та бізнесу [9]. З того часу і до сьогодні процентні ставки на території всієї Єврозони тримаються на близькому до рекордно низького рівня. При цьому темп росту надання нових банківських кредитів з березня 2020 року ріс темпами значно вищими, ніж в докризові роки.

По-друге, були проведені операції довгострокового рефінансування. Їх основна ціль – підтримати ліквідність банків до моменту запуску основного тендеру рефінансування.

По-третє, ЄЦБ пообіцяв, що купівля банківських активів APP (програма нестандартних монетарних інструментів, прийнята в 2014 році та призвана забезпечити виконання монетарного трансмісійного механізму та забезпечення цінової стабільності), затвердженого ще в 2019 році, продовжиться разом з кредитуванням в рамках нового тимчасового пакету.

Підсумовуючи з приводу політики ЄЦБ під час коронакризи, основний монетарний інструмент – процентна ставка DFR знаходилась на своїх мінімальних історичних значеннях, що дозволило підтримувати коротко-, середньо- та довгострокові безризикові процентні ставки на прийнятному рівні. Проте без нестандартних монетарних механізмів: рефінансування банків та покупок активів

банків досягти основної цілі – доступного банківського кредитування на доступному рівні, як вважають експерти, не вдалося б [10].

3.2 Напрями розвитку та перспективи удосконалення монетарної політики НБУ

Напевно, на даний момент Нацбанк України проводить найбільш зважену монетарну політику за усю історію України. Свідченням тому є цінова та фінансова стабільність – основні завдання, що ставить перед Центробанком українське законодавство та світова економічна спільнота, адже саме така його роль уде сприяти економічному зростанню країни. Головною передумовою для цього стала політична незалежність, закріплена законодавчо, та обраний курс інфляційного таргетування, якого Нацбанк притримується усі ці роки.

Проте детальний аналіз грошово-кредитної політики в 2 розділі цього дослідження виявив достатньо недоліків, які необхідно виправити. Врахування рекомендацій унеможливить втрату вже досягнутих позитивних результатів в проведенні монетарної політики, сприятиме прискоренню виходу країни з кризи та подальшому економічному зростанню. Для формування перспектив розвитку нами був врахований міжнародний досвід, розглянутий у попередньому підрозділі, та сучасні теоретичні напрацювання в даній сфері.

Ключове питання, в якому Нацбанку необхідно розвиватись, це робота з інфляційними очікуваннями. Вже зараз видно серйозні результати роботи, що полягають в якісній та всеохоплюючій звітності регулятора зі здійснення монетарної політики, створенні правильних імпульсів у агентів в результаті роботи з валютними інтервенціями, обліковою ставкою та ін. Проте звичайний житель навряд чи вивчатиме фінансову звітність українських банків, але він точно чує заяви провідних політиків та держслужбовців з приводу економічної політики країни, на основі чого робить якщо не раціональні, то оптимізуючі рішення, що надалі впливатимуть на економіку напряду. В таких умовах від посадовців вимагається повне розуміння того, які сигнали він надає своїми заявами.

Міністр економіки висловлювався з приводу того, що таргет з інфляції потрібно підняти значно вище 5%, голова Ради Нацбанку пропонував використовувати механізм «продуктивної емісії» для стимулювання економіки. Після суттєвої та тривалої ревальвації гривні наприкінці 2019 року, від Президента України звучала заява, що курс долара необхідно зміцнити до 30 доларів [21].

Дослідження стверджують, що економічні агенти схильні сприймати інфляцію як виключно негативний ефект [2]. Навіть за відсутності реальних стимулів, бізнес та домогосподарства у випадку інфляції тяжіють до заощаджень та економії. Підприємець через анонсоване зростання цін може прийняти рішення щодо скорочення персоналу, підвищення цін на свою продукцію, згортання інвестиційної діяльності. В той же час домогосподарства зменшують своє споживання та можуть створювати паніку на валютних ринках, скуповуючи долари. Це стало однією з причин розгортання гіперінфляції в 2014 – 2015 рр. в Україні.

Проведене в минулому році дослідження приходить до висновку, що в Україні девальвацію та інфляцію теж сприймають в якості передумови кризових явищ. Так, українці сприймають девальвацію як чіткий сигнал до подальшої інфляції, а саму інфляція спричиняє появу очікувань щодо макроекономічного скорочення [21]. При цьому, зв'язку між потенційною девальвацією та стимулом до експорту, що здається логічним, дослідження не виявило.

Отже для стратегічних комунікацій з питань економічної політики Нацбанк, як і всі інші відомства, має дотримуватись стратегії одного голосу, аби давати чіткі та однозначні імпульси населенню.

Також даний кейс доводить необхідність, так званої, неформальної незалежності. В умовах демократії, розвиненості каналів поширення інформації, а також посиленню популістських настроїв щодо ЦБ, для ефективної діяльності регулятора необхідно, аби у нього була довіра з боку суспільства на проведення своєї політики. І такого плану заяви, як ми розглянули вище, підривають цю неформальну суверенність Нацбанку, адже визваний ріст інфляції внаслідок підігрітих інфляційних очікувань змусить останнього знову піднімати ставки і

гальмувати економіку. Це визве нову хвилю невдоволення, і в довгостроковому періоді знову розпочнуться «інфляційні гойдалки», з яких економіці, що розвивається, дуже важко вибратись. А причиною, як завжди, стануть бажання політиків тут і зараз отримати користь від регулятора. Отже, в сучасних умовах необхідна всебічна суверенність центробанку, що вимагає повне невтручання державної влади в роботу Нацбанку, навіть заявами.

Крім ризику інформаційної залежності від влади, наразі існує ризик прямого керування уряду Нацбанком. Внесення облігацій під державні гарантії до списку дозволених застав в 2020 році для отримання кредиту рефінансу створює реальну можливість для неконтрольованої емісії. Реальною виглядає така схема:

1. Банк отримує рефінансування під заставу ОВДП (що за поточних ставок на дані кредитні інструменти означає +2-4% відсотки доходу для банку);
2. За отримані від НБУ кошти банк кредитує підприємство, викуповуючи корпоративні облігації, випущені під гарантії держави;
3. Банк отримує новий кредит рефінансування вже під заставу облігації під гарантією держави, далі цикл повторюється.

Отже стає можливою ситуація, коли одне зобов'язання банку забезпечується новим кредитом. Така ситуація неможлива в будь-якому комерційному банку, а НБУ, схоже, вважає це допустимим. Крім того, це дозволяє НБУ майже без перешкод фінансувати видатки бюджету, не вдаючись до покупки ОВДП на первинному ринку.

Навіть якщо Нацбанк буде видавати такого плану кредити лише під заставу ОВДП, це все ще буде непрямим фінансуванням бюджету за рахунок емісії. Введений в тому ж 2020 році інструмент довгострокового рефінансування лише спростить дану процедуру для банків та МінФіну.

Повертаючись до кейсу «Укрексімбанку», розглянутого в 2 розділі, мова йде про кредит в 22 млрд грн, наданий «Укравтодору». Ця сума склала 40% усього кредитного портфелю банку, що було би не допущено регулятором, якби облігації компанії не були гарантовані державою. Зняття урядом обмежень обсягу надання державних гарантій компаніям (раніше – не більше 3% від планових доходів

дербюджету) разом зі значною часткою ОВДП в структурі активів великих державних банків створюють умови для масштабного фінансування Нацбанком бюджетних видатків. При цьому така схема ніяк не зобов'язує ані Нацбанк, ані уряд складати стратегії стимулювання економіки чи окремих галузей.

Ми пропонуємо два варіанти виходу з даної ситуації. Перший з них – неопротекціоністський. Для нього необхідно вибудувати спільну стратегію для Нацбанку, Міністерства Фінансів та Міністерства з питань стратегічних галузей промисловості. В ній мають бути визначені пріоритетні напрями фінансування, до яких можуть відноситись сфера високих технологій, переробна галузь, машинобудування та інше. На основі всебічного аналізу стану фінансової системи, бюджетних можливостей та стану економіки мають бути створені програми розвитку для кожної зі сфер. Дані програми мають лягти в основу стратегії цільового рефінансування державних банків, які далі мають зайнятись кредитуванням реального сектору.

Звісно, для такого проекту потрібно повністю змінити ландшафт грошово-кредитної та фіскальної політик, банківської системи. Необхідно змінювати законодавство, що наразі забороняє прямі інвестиції в бюджет. Бажаним є створення спеціалізованих банків розвитку, які б займалися виключно інвестиціями держави в економіку. Схожа система вже є запровадженою в Китаї, тому найбільш оптимальним було би взяти за основу їх досвід з урахуванням національних особливостей. Таким чином для ефективного впровадження програм цільового кредитування за рахунок Нацбанку необхідно повністю відмовлятися від концепції незалежних інститутів макроекономічної стабільності, принаймні, досвід Китаю вказує на те, що це можливо.

Другий варіант, запропонований нами, набагато простіший і передбачає скасування можливості використання облігацій, гарантованих державою, в якості застави для отримання рефінансування. Крім того, Нацбанк має встановити ліміт для частки облігацій, гарантованих державою, в кредитному портфелі банку. Такі дії значно ускладнять для Нацбанку фінансування потреб бюджету при першій

потребі, при цьому залишать простір для незначних корекцій та вливань за умови крайньої необхідності.

Необхідно також доопрацювати та значно обмежити інструмент надання державних гарантій. Ми пропонуємо повернутися до колишніх норм, за яких сума наданих гарантій не має перевищити 3% (можна розглядати варіант підвищення до 5% в умовах кризи) від планових доходів держбюджету, а держава б гарантувала не більше 80% зобов'язань суб'єкта господарювання. Такі зміни залишать в руках уряду інструменти для фінансової підтримки підприємств, що надзвичайно важливо під час кризи. Разом з тим запропоновані зміни дисциплінуватимуть уряд в рамках здійснення бюджетного процесу, не даючи можливості роздувати видатки для популістських заходів за рахунок майбутніх платежів. Таким чином Нацбанк не буде поставлений перед фактом необхідності фінансувати значні дефіцити державного бюджету.

Вважаємо, що другий запропонований варіант значно кращий в українських умовах. По-перше, для запровадження системи цільового фінансування необхідно повністю перекроїти існуючу систему, в той час як для другого варіанту необхідно лише декілька постанов Кабінету Міністрів та Нацбанку разом з децидею політичної волі. По-друге, це національні особливості Китаю та України. КНР – це авторитарна країна з вибудованою за довгі роки системою ефективної бюрократії, що не має звичної для західноєвропейських інститутів системи стимулів та противаг, і побудована на квазіринкових механізмах конкуренції провінцій між собою. В той же час, політична система України побудована на прикладі європейських інститутів, що в тому числі, вимагає наявності незалежного інституту макроекономічної стабільності. Аномально високі корупційні ризики, постійні різкі зміни політичних циклів та схильність вітчизняної економіки до банківських криз ще більше загострюють необхідність наявності незалежного центрального банку. Тому для короткострокових цілей жертвувати даним інститутом нерозумно.

Ми вважаємо, що в проведенні грошово-кредитної політики Нацбанк має залишати курс на забезпечення цінової та фінансової стабільності. Проблема сучасної монетарної політики Нацбанку не в її занадто жорсткому проведенні, що

нібито суттєво стримує економічний розвиток, а в неефективності окремих заходів та рішень, а також в обмеженому інструментарії Нацбанку та в жахливому стані інститутів фінансового ринку. Ми рекомендуємо НБУ продовжити свій розвиток в проведенні нетрадиційних засобів монетарного регулювання, як от введення процентних свопів та довгострокового кредитування. Також пропонуємо проведення наступних заходів:

- Покращити операції Нацбанку з ОВДП. Встановлення ліміту на обсяг ОВДП у власності НБУ та його оптимізація значно скоротять інфляційний тиск.
- Продовжити вдосконалення механізму рефінансування, а саме:
 - 1) Визначати цільове призначення коштів, отриманих в результаті рефінансування. Ввести відповідальність, можливо кримінальну, за нецільове використання кредитних коштів для власників.
 - 2) Субсидування процентних ставок. Поряд з якісним інструментом процентного свопу можна використовувати інструмент субсидування процентних ставок для зменшення процентного ризику банків, а отже сприяти більшій доступності кредитів.
- Видавати кредит рефінансування лише під заставу державних та місцевих облігацій.

Однією з головних проблем на заваді проведення ефективної монетарної політики НБУ є високий рівень доларизації, що зменшує вплив інструментів Нацбанку, в тому числі, облікової ставки, на фінансовий ринок та інфляцію. Як не парадоксально, але для зменшення рівня доларизації потрібно продовжувати проведення антиінфляційної політики, що має зменшити розрив між ставками за кредитами та депозитами в гривні та валюті. Нацбанк також має сприяти кращій бюджетній дисципліні Кабінету Міністрів для зменшення рівня дефіциту бюджету, що є одним із основних каталізаторів інфляції в Україні в останні роки. НБУ може також вдатись до наступних заходів для зниження доларизації:

- Збільшення обов'язкового резервування валютних вкладень одночасно зі зменшенням резервування для гривневих депозитів;
- Спрощення офіційних операцій з обміну валют;

- Розвиток вторинного фінансового ринку для заміщення валюти як засобу заощадження іншими інструментами: облігаціями, акціями і тд.

В умовах настання кризи, що зараз якраз і відбувається на фоні пандемії COVID-19, Нацбанк має враховувати розглянутий нами міжнародний досвід. В першу чергу, мається на увазі ФРС та ЄЦБ, як найбільш потужні центральні банки світу. В умовах коронакризи вони вдавались до гнучкої грошово-кредитної політики, проводячи політику кількісного пом'якшення, що крім підтримки процентної ставки на мінімальному рівні, включала в себе рефінансування банків та купівлю активів банків. Проте такі заходи мають бути підпорядковані комплексній стратегії щодо стимулювання економіки, обов'язковим є прорахування ризиків та запасу міцності банківської системи, аби не спричинити ще більших кризових явищ, як сталось в 2014 – 2017 рр., наприклад. Наголошуємо, що така політика має бути тимчасовою, інакше ріст інфляції буде неминучим. В довгостроковому періоді акцент робиться саме на цінові та фінансовій стабільності, в короткостроковому можлива більш гнучка політика для згладжування шоків.

Висновки до розділу 3

В результаті проведення дослідження міжнародного досвіду проведення монетарної політики та її впливу на економіку під час пандемії та виявлення напрямів розвитку грошово-кредитного регулювання, сформовано наступні висновки:

1. Пріоритет монетарної політики в наступні роки має бути цінова стабільність в середньостроковій перспективі
2. Ключовий напрям розвитку монетарної політики для Нацбанку є робота з інфляційними очікуваннями. Необхідно вводити практику комунікації з населенням в форматі єдиного голосу, при чому не лише від Національного банку, а від усієї влади. Формувати меседжі для економічних агентів повинен саме Нацбанк.

3. Необхідний подальший розвиток нетрадиційних методів монетарної політики, в першу чергу, за рахунок вдосконалення роботи з ОВДП та інструментом рефінансування.
4. Доларизація -одна з основних проблем для трансмісійного механізму процентної ставки. Головний рецепт боротьби з нею – зменшення інфляційних очікувань та таргет інфляції.
5. В умовах пандемії доцільно проводити гнучку грошово-кредитну політику кількісного пом'якшення, що має врахувати усі ризики для цінової та фінансової стабільності. Вона включає в себе купівлю Нацбанком активів банків та довгу програму рефінансування.

ВИСНОВКИ

Дослідження впливу монетарної політики НБУ на економіку в короткостроковій та довгостроковій перспективах дозволяє зробити наступні висновки, що несуть науково-теоретичний, практичний та рекомендаційний характер:

1. Інфляція - це, в першу чергу, грошове явище, що має під собою мікроекономічні підстави – інфляційні очікування економічних агентів. Забезпечення цінової стабільності, тобто постійного низького рівня інфляції, є основним пріоритетом грошово-кредитної політики. Цінова стабільність забезпечує розвиток ділової активності, а отже й економічного зростання.
2. Проводити монетарну політику має центральний банк, незалежний від змін політичних циклів. Створення та підтримка діяльності якісного інституту макроекономічної стабільності є необхідним для підтримки цінової стабільності, проведення нормальних ділових циклів, унеможливлення невідповідальної популістської економічної політики влади. Тим самим центральний банк забезпечує економічне зростання в довгостроковій перспективі. Пандемія COVID-19 запустила нову хвилю популістських рухів, що виступають проти незалежності ЦБ, створюючи ризики для макроекономічної стабільності.
3. НБУ – головний суб'єкт монетарної політики України, що володіє значним інструментарієм для впливу на грошово-кредитний сектор. Нацбанк дотримується режиму інфляційного таргетування, що передбачає встановлення інфляційного орієнтиру в середньостроковій перспективі. Ключовим інструментом НБУ в проведенні таргетування інфляції є облікова ставка.
4. Усі кризи в вітчизняній економіці (криза початку 90-х, криза 1998 року, світова криза 2008 – 2009 рр., криза 2014 – 2017 рр.) супроводжувались

банківськими кризами. Основною причиною цьому була фактична залежність НБУ від уряду, в результаті чого основним антикризовим заходом в усі часи ставала грошова емісія. Така монетарна політика, направлена на короткострокову вигоду, лише більше загострювала проблеми, призводила до порушення цінової та фінансової стабільності, що гальмувало економічний ріст.

5. В першу чергу, криза 2014-2017 рр – наслідок безвідповідальної монетарної політики домайданної та післямайданної влади. Її передумовами стали вичерпання Міжнародних валютних резервів, накопиченню валютних ризиків у банків, диспропорція на грошово-кредитному ринку та переоцінений валютний курс. Каталізатором кризових явищ стала невдала валютна політика, несистемна політика масштабного рефінансування банків та капіталізація державних банків і «Нафтогазу».
6. Незалежна рестрикційна політика НБУ вперше в історії незалежної України дозволила банківській системі успішно долати кризові явища, пов'язані з пандемією COVID-19. Створений запас міцності дозволив НБУ проводити стимулюючу політику під час пандемії, підтримуючи економіку. В той же час, стримуюча політика НБУ в 2017-2019 роках була занадто жорсткою, за рахунок чого економіка недоотримала грошову масу для відновлення та росту.
7. Створена регресійна модель довела домінуючий монетарний вплив на інфляцію. Сильна пряма залежність між обліковою ставкою та інфляцією свідчить про інертність використання інструменту ключової ставки. Нацбанк змінює облікову ставку для боротьби з інфляцією, а не для її запобігання.
8. Дослідження впливу монетарної політики НБУ на економіку в короткостроковій та довгостроковій перспективах дозволило нам сформулювати практичні рекомендації для підвищення ефективності проведення грошово-кредитної політики. Пріоритетом монетарної

політики в наступні роки має бути цінова стабільність в середньостроковій перспективі. В умовах пандемії її проведення має залишатись гнучким у рамках політики кількісного пом'якшення, аби згладжувати економічні шоки. Для забезпечення поставлених цілей монетарною політикою, потрібно врахувати ряд пропозицій:

- Використовувати стратегію єдиного голосу для покращення інфляційних очікувань у населення;
- Встановити ліміт та оптимізувати обсяг ОВДП у власності НБУ;
- Покращити роботу рефінансування внаслідок встановлення цільового призначення коштів та субсидування процентних ставок;
- Знижувати депозитну та кредитну доларизацію за рахунок планомірного зниження інфляції та змін в нормах резервування;
- Видавати кредит рефінансування лише під заставу державних та місцевих облігацій;
- Покращити взаємодію проведення монетарної політики з фіскальною.

9. Результати проведеного дослідження дозволяють внести пропозиції щодо покращення грошово-кредитної політики. Розроблені рекомендації та висновки можуть бути використані для забезпечення монетарною політикою економічного розвитку країни.

ВИКОРИСТАНІ ДЖЕРЕЛА

1. Brunnermeier, M. K., Y. Koby. The Reversal Interest Rate, *NBER Working Paper No. 25406*. 2018.
2. C. Romer, D. Romer. Reducing Inflation: Motivation and Strategy. Chicago, 1997.
3. Finn E. Kydland, Edward C. Prescott. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*. 1977. С. 473-492.
4. Galesi, A., G. Nuño, C. Thomas. The natural interest rate: concept, determinants and implications for monetary policy. *Analytical Articles, Economic Bulletin*, Madrid, 2017.
5. Glenn M. MacDonald. Person-Specific Information in the Labor Market: A Model with Symmetric Ignorance and Comparative Advantage. Western Ontario. 1978.
6. Gnan, Ernest, and Masciandaro, Donato. (2020). Populism, Economic Policies and Central Banking: an Overview. *SUERF Policy Note* 131. С. 1–13.
7. Lucas, Robert. Econometric Policy Evaluation: A Critique". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. № 1. 2020. С. 19–46.
8. Monetary policy design in the medium and long term. *Chapter 3, Annual Report 2018*. Madrid, 2019.
9. Pablo Aguilar, Óscar Arce, Samuel Hurtado. The ECB monetary response to the COVID-19 crisis. 2021. Madrid, 2021.
10. Robert J. Barro, David B. Gordon. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*. 1983. С. 101-121.
11. Rodrik, Dani. Why Does Globalization Fuel Populism? Economics, Culture, and the Rise of RightWing Populism. *NBER Working Paper* 27526, 2020.
URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27526/w27526.pdf
(дата звернення: 12, 2021).

12. Rodrik, Dani.. Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them. *IMF Conference on Second Generation Reforms*, October 14. 1999. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/rodrik.htm> (дата звернення: 24.05.2020).
13. United States Unemployment Rate. *Trading Economics*, 2021. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate#:~:text=Unemployment%20Rate%20in%20the%20United,percent%20in%20May%20of%201953>.
14. US Inflation rate 1961 – 2021. *Macrotrends*, 2021. URL: <https://www.macrotrends.net/countries/USA/united-states/inflation-rate-cpi>
15. Абалкин Л.И. Современный кризис и перспективы развития советской экономики. *Вопросы экономики*. 1991. № 10, С. 3 – 7.
16. Адамик Б.П. Центральний банк і грошово-кредитна система. Київ. 2011. С. 416.
17. Акулов В.Б. Кейнсианская модель макроэкономического регулирования. Спб, 1993.
18. Аржевітін С.М. Грошово-кредитна політика у забезпеченні економічного зростання та макроекономічної стабільності. *The scientific heritage*. № 59. Київ, 2021. С. 18 – 23.
19. Віблій П.І., Лащик І.І., Добрицька Н.І. Вдосконалення інструментів грошово-кредитної політики НБУ. Львів. 2020.
20. Вінокуров Ярослав. З повітря в асфальт: як будують дороги надрукованими грошима. Економічна правда. Київ, 2020. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2021/04/21/673197/> (дата звернення: 24.05.2021).
21. Городніченко Юрій, Шпак Юлія. Як курс 30 гривень за долар вплине на очікування вплине очікування щодо інфляції та обсягів виробництва? VoxUkraine. Київ, 2020. URL: <https://voxukraine.org/uk/yak-kurs-30-griven-za->

- dolar-vpline-na-ochikuvannya-shhodo-inflyatsiyi-ta-obsyagiv-virobnitstva/ (дата звернення: 24.05. 2021).
22. Данилишин Б. М. Якою має бути економічна терапія від Нацбанку. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/04/28/659916> (дата звернення 24.05.2021).
 23. Данилишин Б. Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*. 2020. № 2. С. 7–24.
 24. Данилишин Б.М. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. №1. С. 9 – 25.
 25. Даровский И.Я. От стагфляции к устойчивому росту. *Экономическая политика*. № 3. Спб, 2017. С. 38 – 79.
 26. Джил Хемонд. Практика инфляционного таргетирования. *Центр исследований деятельности центральных банков*. 2012. №29. URL: http://www.bankofengland.co.uk/education/Pages/ccbs/handbooks_lectures.aspx
 27. Інфляційний звіт за квітень 2021 року. Київ, 2021. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q2.pdf?v=4
 28. Калачова Галина. Друкувати гроші не можна терпіти. Де можна поставити кому НБУ? Економічна правда. Київ, 2020. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2020/04/23/659630/> (дата звернення 24.05.2021).
 29. Козюк Віктор. ЧИ ПРИРЕЧЕНА НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ В ДОБУ ПОПУЛІЗМУ? СУВЕРЕНІЗМ VS ЯКІСТЬ ІНСТИТУТІВ. *IDEOLOGY AND POLITICS JOURNal*. № 1. Київ, 2021. С. 275 – 299.
 30. Конституція України від 28.06.1996. №30. Парламентське видавництво, 2020. 141 с.
 31. Коцопана Т.В. Инфляционные процессы в СССР в годы «Застоя» и «Перестройки». *Из истории социально-экономической мысли и народного хозяйства*. 2006. № 16. С. 231 – 235.

32. Любіч О.О., Бортніков Г.П. Банківська криза в Україні: причини, особливості, подолання Київ, 2016. С. 118 – 124.
33. Марчак Дар'я, М'який Микола, Ярошук Олександр. Погані рішення: як побудувати найбіднішу країну Європи. VoxUkraine. Київ, 2015. URL: <https://voxukraine.org/longreads/poor-country> (дата звернення: 24.05.2021).
34. Міщенко В. Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку. *Фінанси України*. 2017. № 4, С. 75–93.
35. Мойсеєнко Олександр. Недосяжні цілі: НБУ зняв рожеві окуляри і підвищив облікову ставку. Економічна правда. Київ, 2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2017/10/27/630524/> (дата звернення: 24.05.2021).
36. Монетарна політика НБУ. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary>
37. Огляд банківського сектору на лютий 2021 року. Київ, 2021. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2021-02.pdf
38. Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtznZTXIlkICSQ>
39. Офіційний сайт Європейського Центрального Банку URL: <https://www.ecb.europa.eu>
40. Офіційний сайт Федеральної резервної системи URL: <https://www.federalreserve.gov/>
41. Пасічник І.В., Назаренко Р.Д. Діяльність центрального банку в умовах пандемії. *Бізнесінформ*. 2020. №6. С. 246 – 250.
42. Пелях У.В. Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України: дисертація кандидата економічних наук / Львівського національного університету. Львів, 2016.
43. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України: Постанова Правління Національного банку України від 01.12.2014. № 758. Парламентське видавництво, 2014.

44. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.2020 №29-ВР.
Київ: Парламентське видавництво, 1999. 218 с.
45. Річний звіт за 2019 Національного Банку України. Київ, 2020. URL:
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2019.pdf?v=4
46. Річний звіт за 2020 Національного Банку України. Київ, 2021. URL:
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2020.pdf?v=4
47. Рожкова Катерина. Як банківський сектор пережив коронакризу. Київ, 2020.
48. Сало І.В. рошова реформа 1996 р. – введення національної валюти України – гривні. Вісник української академії банківської справи. №1. Київ, 2013. С. 24 – 31.
49. Статистичні дані Держстату. URL:
<http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2021/03/31.pdf>
50. Статистичні дані Міністерства Фінансів. URL: <https://index.minfin.com.ua/>
51. Статистичні дані Національного банку України. URL:
<https://bank.gov.ua/ua/statistic>
52. Статистичні дані Світового банку. URL:
<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
53. Статистичні дані Світового Банку. URL: <https://data.worldbank.org/>
54. Тищенко В.В., Тищенко О.І. Вплив covid-19 на монетарне регулювання в Україні. *ВІСНИК СХІДНОУКРАЇНСЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО УНІВЕРСИТЕТУ імені Володимира Даля*. 2020. №6. 2020. С. 119 – 123.
55. Уткіна О.О. Необхідність таргетування інфляції в Україні. *Економіст*. 2014. №12. С. 19 – 22.
56. Штань М. В. Монетарна політика за умов розвитку глобальної кризи 2020 р. *Економіка та держава*. №6. Київ, 2020. С. 98 – 101.