

ПРОБЛЕМИ ВІДНОВЛЕННЯ СТРАТЕГІЧНИХ ФУНКЦІЙ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Я. А. Жаліло , д. е. н., с. н. с., заслуж. економіст України,
заступник директора
Національного інституту стратегічних досліджень

1. Теоретико-методологічні засади ГКП.

При визначенні ефективності будь-якого з напрямів державної політики завжди постає проблема критеріїв. *Управлінська* ефективність в реалізації політики, яка відображає повноту *реалізації функцій* відповідних державних інститутів, далеко не завжди тотожна *досягненню системних цілей* цієї політики. Сфера грошово-кредитної політики (ГКП) є чи не найпоказовішою у цьому сенсі.

У загальних рисах, **ГКП впливає на поведінку суб'єктів щодо грошей** (через уподобання ліквідності М.Фрідмана). Таким чином, фундаментальний ефект ГКП проявляється у **зміні вартості грошей** для суб'єктів, які ними володіють,- і які на основі оцінки цієї вартості приймають відповідні рішення.

Виміри вартості грошей можуть бути різні:

- **ціновий** (визначається доступністю ліквідності та зміною її купівельної спроможності, що вимірюється індексом цін) – товарний ринок=рішення щодо споживання,
- **капітальний** (норма прибутку, з якою може бути проінвестована ліквідність, в т.ч. компенсація ризику) – ринок ресурсів=нагромадження,
- **позичковий** (кредитний відсоток, через який відбувається компенсація дефіциту ліквідності) – фінансовий ринок=запозичення,

- **валютний** (курс грошової одиниці – який визначає екзогенність обмежень ліквідності) – валютний ринок=екзогенізація.

Досить очевидно, що ці виміри формуються на відповідних ринках, не всі з яких регулюються ГКП. Проте всі вони впливають на поведінку суб'єктів щодо грошей. Вартість грошей має суб'єктний вимір: їх розподіл між суб'єктами визначає першість того чи іншого критерію. Відтак **стратегічна спроможність ГКП критично залежить від збалансованості вимірів вартості грошей** – лише в цьому разі вплив інструментів, що перебувають у розпорядженні ГКП, зустрічає мінімум «люфтів», що дозволяє проводити послідовну довгострокову політику, в якій **міркування макростабілізації не поглинають стратегічні орієнтири**.

Це зайвий раз підкреслює **інституційну природу вартості грошей**. Досконалість інститутів визначає ліквідність грошей (перерозподіл між ринками). Ліквідність веде до суб'єктної збалансованості. Через останню вирівнюються виміри вартості грошей.

2. Умови і особливості реалізації ГКП в Україні.

Досвід функціонування банківської системи в Україні містить суперечливі результати. З одного боку, за визнанням міжнародних експертів, в Україні вибудовано достатньо сучасну та продуктивну банківську систему. Досягнуто стійкості національної грошової одиниці. У 2019 р. інфляція знизилася до 4,1 % (грудень до грудня).

Разом з тим, за фасадом декларованої стабільності приховується комплекс проблем.

1. **Депозитна «глибина» банківської системи суттєво менша, ніж у найближчих європейських сусідів** - сумарний обсяг депозитів є еквівалентним 35 % ВВП¹ (для порівняння: у Польщі – 52 %, Угорщині – 46 %. При цьому основу ресурсної бази банківського сектору складають депозити населення, а вони зростають вельми повільно. Відношення депозитів фізичних осіб до ВВП зменшилося порівняно з 2013 роком на 60 %. При цьому частка кінцевих споживчих витрат домогосподарств за 2014-2018 рр. у ВВП зменшилася трохи більше, ніж на 3 в.п.

Спостерігається різке збільшення частки депозитів на вимогу та строком до 1 року.

2. **Падає кредитування нефінансових корпорацій.** Кредити фізособам відновили динаміку, проте їх частка щодо ВВП зменшилася порівняно з 2013 р. більш ніж удвічі. Диспропорційність строкової структури банківських депозитів та кредитів виявляється у значному **перевищенні частки довгострокових депозитів часткою довгострокових кредитів**. Якщо частка депозитів терміном понад 2

¹ Дані 2018 р.

роки у 2019 р. склала лише 3,0 %, частка кредитів терміном понад 5 років становила 20,1 %.

Частка довгострокових гривневих кредитів у 2019 р демонструє тенденцію до скорочення.

3. Зберігається украй низька частка кредитних ресурсів серед джерел інвестицій в основний капітал. Банківські кредити, в значить – і їхня вартість, наразі не є в Україні чинниками, спроможними впливати на перебіг інвестиційних процесів.

4. Зниження показників інфляції в Україні в останні роки створює ілюзії ефективності політики інфляційного таргетування. Проте ця ефективність дуже обмежена.

Слід пам'ятати, що, згідно з міжнародною практикою, важливими умовами ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування є:

- відсутність фіскального домінування;
- прозорість, передбачуваність і довіра до монетарної політики центробанку;
- ефективність механізму монетарної трансмісії.

Очевидна відсутність цих передумов викликає сумніви щодо можливості повноцінного застосування режиму інфляційного таргетування.

По-перше, водночас варто зважати на те, що **сповільненню інфляційної динаміки паралельно сприяла й низка немонетарних чинників**, серед яких:

- уповільнення приросту середньої заробітної плати,
- зміцнення реального ефективного курсу гривні
- випереджаюче зростання комунальних тарифів.

По-друге, **першочергово гальмується зростання еластичних цін**, тоді як товари першої необхідності дорожчають випереджаючими темпами.

По-третє, зберігається **значна вага немонетарних факторів інфляції**, пов'язаних із впливом на виробничі витрати, а відтак – на рівень цін. Іманентні проінфляційні чинники втягують монетарну владу у перманентно високу рестриктивність політики, що спричиняється до втрати динаміки економічного зростання.

Незважаючи на сповільнення інфляції, **НБУ продовжує зберігати високий рівень облікової ставки**. Протягом 2019 р. її було знижено на чверть, у той час як ІСЦ зменшився більш ніж удвічі. Між тим, це не стало підставою зниження ставок гривневого кредитування.

3. Напрями удосконалення монетарної політики

Посилення інституційної досконалості банківської системи за відставання інституційних перетворень на інших напрямках стало, фактично, одним із **чинників обмеження її функціональності** в національній економіці, – спроможності до адекватного перерозподілу фінансових ресурсів, а отже – *вирівнювання складових вартості грошей*.

Нацбанк де-факто виключений з числа впливових державних інституцій, на які може спиратися реалізація стратегії соціально-економічного розвитку, а його діяльність практично не сягає проблем забезпечення повноцінної функціональності банків.

Банківська система не лише стає чутливішою до зовнішніх «шоків», а й **може генерувати внутрішні «шоки» макрофінансових диспропорцій**, які даються взнаки в масштабах усієї національної економіки. Як **приклад** – спекулятивний приплив інвестицій нерезиденти у державні цінні папери через їх високу дохідність, обумовлену політикою «дорогих грошей», та утворення на цій основі спекулятивного ревальваційного тренду.

Фактичні **відносно високі темпи економічного зростання камуфлюють гальмівний ефект «дорогих» грошей**. Поза увагою залишається те, що в умовах структурної ригідності **погіршується якість зростання** – відбувається спрощення секторальної структури економіки, знижується її фіскальна спроможність, посилюється екзогенність, скорочується прибутковість.

Жорстка функціональна обмеженість вітчизняної грошово-кредитної політики блокує ймовірні механізми динамізації економічного зростання і є одним із чинників подальшої екзогенізації економіки України. Пріоритети в розвитку отримують підприємства секторів, які працюють на зовнішніх ринках. Зростає чутливість економіки до динаміки цін глобальних ринків та курсової динаміки гривні.

Зосередившись на фінансовій санації банківського сектору, НБУ не зробив необхідних кроків для змін у його структурі, які забезпечили б збільшення частки «довгих грошей» у банківській системі. В результаті він вимушений постійно **контролювати «гарячу» ліквідність** та жорстко обмежений у збільшенні грошової пропозиції.

На нашу думку, наразі назрів перехід на інший «рівень» грошово-кредитної політики. **Нацбанк та банківська система в цілому мають повернутися до кола «агентів економічного розвитку»**, а грошово-кредитна політика – увійти до арсеналу стратегії економічного зростання та структурної модернізації.

Слід **визнати помилковість некритичного розрахунку** на те, що мінімізація рівня інфляції та оздоровлення банківської системи в Україні є самодостатніми чинниками, які здатні «запустити» необхідні структурні зрушення. В умовах обмеженої функціональності банківської системи України **відсутні інституційні механізми, які трансформують макроекономічну стабільність в економічне зростання**.

Отже, можливості конвенційної монетарної політики в Україні наразі вичерпані, й **необхідне посилення її дієвості на основі зміни інституційних**

механізмів, які насамперед передбачатимуть розширення **функціональної спроможності** банків та поглиблення взаємодії інститутів управління, від яких залежать характеристики макроекономічної стабільності. Таких цілей, на жаль, **не містять** схвалені Нацбанком та Радою НБУ стратегічні документи.

Криза 2014-2015 рр. переламала тренд послідовного підвищення рівня монетизації національної економіки, який тривав практично весь період економічного зростання.

Тому критичного значення набуває **форма грошової емісії**, яка забезпечує необхідну каналізацію (спрямування) випущених в обіг грошових коштів.

Насамперед, слід **подолати переважання «вимушеної» емісії**, за якої збільшення грошової пропозиції відбувається переважно внаслідок гривневих інтервенцій Нацбанку на валютному ринку й супроводжується наступною **стерилізацією** приросту грошової пропозиції, яка *нівелює* її позитивний ефект.

Значно перспективнішим є **механізм контрольованої емісії**, базисом якої виступатиме надання цільового рефінансування комерційним банкам під кредитування інвестиційних програм модернізації. У такому разі можливості регулятора здійснювати продуктивну емісію **жорстко обмежені інституційними чинниками**, які регулюють платоспроможний попит в економіці на кредитні ресурси.

4. Інструменти нової монетарної політики

Здійснення таких фундаментальних змін має ґрунтуватися на подоланні інституційних перешкод для повноцінного функціонування банківської системи та ефективної грошово-кредитної політики.

Доцільно **скоригувати законодавчо визначені цільові функції НБУ**, виходячи з **багатофакторності процесу** забезпечення стабільності грошової одиниці, й насамперед позбутися хибної ієрархії цілей, в якій цінова стабільність обов'язково *передую* стійкому економічному зростанню. Це дасть регулятору можливість формувати заходи щодо досягнення стабільності гривні, які виходять за межі стандартної політики монетарних обмежень та передбачають **проактивні складові**.

Перегляду потребує **концепція реалізації незалежності Національного банку**, яка наразі де-факто інтерпретується як *абстрагування* від необхідності участі у реалізації загальнонаціональних цілей соціально-економічної модернізації. Слід усвідомлювати, що за наявних на сучасному етапі проявів фіскального домінування в українській економіці **реальна незалежність Національного банку все одно виявляється обмеженою фіскальною політикою уряду**. Узгодженість монетарної та фіскальної політик дозволить замінити *спонтанні* обмеження для монетарної політики НБУ на свідомо *скорельовані* дії, що зміцнюватиме **реальну незалежність НБУ**.

Тому **цілі грошово-кредитної політики**, включаючи цільові показники (таргети) інфляції, мають **визначатися Нацбанком спільно з урядом**. Натомість

НБУ має зберігати повну незалежність у визначенні операційних цілей, а також у виборі інструментів досягнення таргетів.

Результатом взаємодії з органами виконавчої влади має стати **залучення останніми комплементарних інструментів, які також сприяють реалізації поставлених перед НБУ завдань** щодо стабільності національної грошової одиниці на основі **прийняття взаємних зобов'язань та взаємної прозорості.**

Необхідне впровадження прагматичних підходів в грошово-кредитній сфері, які забезпечать адекватну вимогам трансмісію грошової пропозиції.

Перше. Впровадження засобів впливу на строкову та функціональну структуру кредитів комерційних банків.

Дієвими у формуванні таких важелів у сфері банківського регулювання будуть:

- звуження можливостей отримання комерційними банками прибутків на кредитуванні **спекулятивних** операцій, а також на купівлі державних цінних паперів;
- ужорсточення регуляторних вимог на ринку **споживчого** кредитування;
- розвиток (і підвищення доступності) програм довгострокового кредитування **індивідуальних** споживачів (включаючи ФОП) під інвестиційні потреби;
- запровадження **диференційованих** ставок рефінансування комерційних банків залежно від структури їхніх кредитних портфелів – з використанням досвіду ЄЦБ щодо реалізації програми *Targeted Longer Term Refinancing Operation*;
- залучення **державних** банків до кредитування реалізації пріоритетних та першочергових цілей розвитку – що потребуватиме активізації участі уряду в управлінні такими банками;
- розвиток механізмів **синдикованого** кредитування для надання кредитної підтримки із залученням коштів міжнародних донорів.

Друге. Перегляд підходів до співвідношення банківських кредитів та бюджетних видатків для уникнення ефекту crowding-out та **використання ефекту crowding-in** – на основі **збільшення частки публічних інвестицій**. Для цього доцільним є формування у співпраці з Мінфіном Державного банку розвитку як спеціалізованого фінансового інституту розвитку, який діє на засадах, визначених для Національних промоційних банків, що діють в європейському просторі.

Третє. Створення **мережі спеціалізованих банків** для оптимізації цільового спрямування кредитних ресурсів, із застосуванням щодо них диференційованих регуляторних вимог, які враховують закономірності відтворення об'єкта кредитування.