

Олександр ДЗЮБЛЮК

## **ОСОБЛИВОСТІ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ТА ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В ПЕРІОД ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ**

---

*Розглянуто основні напрями грошово-кредитної та валютної політики в Україні в період фінансової кризи. Проаналізовано особливості застосування основних антикризових заходів грошово-кредитного і валютного регулювання та їх вплив на фінансовий і реальний сектор економіки. Обґрунтовано необхідність ефективної координації у встановленні цільових орієнтирів і використанні центральним банком інструментів грошово-кредитної і валютної політики.*

---

Розгортання світової фінансової кризи і найзначнішої за останні десятиліття економічної рецесії обумовлюють необхідність розробки системи довгострокових заходів державної економічної політики зі стабілізації фінансового сектору, активізації виробничого зростання, стимулювання внутрішнього попиту і підтримання соціальних стандартів на прийнятному рівні. Ключове місце у системі таких заходів належить ефективній діяльності центрального банку як головного інституційного органу державного регулювання економіки, відображаючи його широкі можливості впливу через важелі грошово-кредитної і валютної політики на перебіг усіх ринкових процесів як у власне фінансовому, так і в реальному секторі національного господарства. Відтак, реалізацію ефективної валютної і грошово-кредитної політики варто вважати одним із невід'ємних елементів подолання кризових явищ в економіці, спричинених дією загальносвітових деструктивних процесів на фінансових ринках; а завдання побудови ефективного зв'язку і адекватної координації між цими двома напрямками монетарної політики центрального банку –

одним із найважливіших макроекономічних пріоритетів державного регулювання, спрямованого на підтримання стабільності як у внутрішній, так і у зовнішній сфері економічних відносин.

За таких обставин саме на реалізацію адекватних заходів грошово-кредитного і валютного регулювання в умовах економічного спаду і фінансової нестабільності мають бути спрямовані зусилля державних інститутів, відповідальних за реалізацію відповідної економічної політики і передусім в частині добре скоординованих заходів грошово-кредитної і валютної політики, що проводяться центральним банком країни. Адже від того, наскільки ефективними виявляться відповідні заходи, значною мірою залежать перспективи подальшого економічного розвитку і можливості подолання наслідків фінансової кризи.

У грошовій теорії розуміння грошово-кредитної політики – це сукупність заходів центрального банку, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредитів і рівня процентних ставок, що визначає механізм і основні канали державного регулятивного впливу, стратегічними цілями якого є досяг-

нення стабільності цін, забезпечення максимально можливої зайнятості населення, зростання реальних обсягів виробництва і досягнення зовнішньоекономічної збалансованості. Водночас можна звернути увагу і на наявність у зарубіжній літературі вузького і широкого трактування грошово-кредитної політики [1, 6]. Вузьке трактування передбачає в основному забезпечення стабільності національної валюти шляхом проведення валютних інтервенцій, змін облікової ставки та інших заходів. У такому контексті грошово-кредитна і валютна політика мало чим відрізняються.

За широкого трактування грошово-кредитної політики її метою визначається вплив на обсяги грошової маси, що призводить до змін умов господарювання на макрорівні, визначаючи можливості реалізації цілого комплексу завдань центрального банку щодо стимулювання чи обмеження економічного зростання або впливу на стабільність національних грошей. У такому контексті грошово-кредитну політику треба вважати окремим напрямом діяльності центрального банку, що визначається передусім спрямуванням і масштабами внутрішніх кредитів, які через систему комерційних банків і відповідні передавальні механізми позначаються на розвитку реального сектору господарства. За цих умов валютну політику необхідно розглядати вже як такий елемент регулятивного впливу центрального банку на економіку, який охоплює передусім зовнішньоекономічні аспекти господарської діяльності, позначаючись саме на зовнішній вартості національної валюти, тобто її обмінному курсі. Однак при цьому варто пам'ятати, що у вітчизняних умовах саме обмінний курс через значні масштаби відкритості української економіки, безпосередньо впливає на всі інші аспекти економічних відносин, включаючи і внутрішню цінову динаміку, і динаміку економічно-

го розвитку. А це, в свою чергу, визначає об'єктивні потреби грамотної, ефективної координації зусиль у процесі реалізації як грошово-кредитної, так і валютної політики держави, особливо з урахуванням наслідків світової фінансової кризи і внутрішніх дисбалансів економічного розвитку, що мали неабиякий вплив на національне господарство упродовж останніх років.

Тому валютну політику слід вважати невід'ємною, органічною складовою грошово-кредитної політики центрального банку, хоча і такою, що має відносно самостійний, відособлений характер та свій специфічний механізм реалізації. І саме з цієї точки зору центральному банку із метою якомога ефективнішого впливу на перебіг економічних процесів необхідно поєднувати у найоптимальніший спосіб механізми регулятивного впливу, що належать як до грошово-кредитної, так до валютної політики, котрі тісно пов'язані між собою [2, 91].

Що ж до оцінки ефективності такого впливу грошово-кредитної політики в умовах відкритої економіки, то вже традиційним стало застосування для цієї мети моделі Манделла-Флемінга, яка, по суті, є модифікацією моделі неокласичного синтезу IS-LM для відкритої економіки і достатньо широко представлена у працях, присвячених аналізу макроекономічних процесів і грошово-кредитної політики центрального банку [3, 515; 4, 342; 5, 444].

Головна увага у цій моделі звертається на ефективність грошово-кредитної політики, котра залежить від вибраного режиму валютного курсу. При цьому за дотримання вихідної умови про малу відкриту економіку, для якої внутрішня процентна ставка збігається зі світовою, тобто умови про досконалу мобільність капіталу між країнами, робиться висновок про те, що при плаваючому режимі валютного курсу національна грошово-кредитна політика ефективна у

частині її впливу на реальний сектор і величину національного доходу, на відміну від бюджетно-податкової або зовнішньоторговельної політики. Тоді ж як при фіксованому валютному курсі ситуація набуває прямо протилежного характеру: грошово-кредитна політика стає неефективною, а на рівень доходу впливають лише бюджетно-податкова і зовнішньоторговельна політика. З іншого боку, фіксований валютний курс дозволяє країні, по суті, отримати стабільність грошово-кредитної сфери від тієї країни, яка дотримується суворішої грошової дисципліни.

Водночас механізм реальної дії грошово-кредитної політики на економіку засновується, передусім, на її впливі на валютний курс, позаяк вплив на процентну ставку стає уже неможливим, оскільки вона не визначається усередині країни. За таких обставин грошово-кредитна політика може стати ефективною лише при проведенні девальвації або ревальвації. Проте ефект від цих заходів буде радше тимчасовим, позаяк згодом призведе до вирівнювання рівнів цін між країнами. У свою чергу, потрібно розуміти, що частий перегляд значення фіксованого обмінного курсу національної валюти спроможний викликати серйозне зниження довіри всередині країни до валютної політики центрального банку і до нього самого як інституту державного регулювання економіки.

По суті, це означає, що ефективність грошово-кредитної політики ставиться у пряму залежність від вибору центральним банком режиму валютного курсу, а тому грошово-кредитна політика стає все більш взаємопов'язаною із валютною політикою. Разом із тим, потрібно чітко усвідомлювати той факт, що розгортання світової фінансової кризи та ті деструктивні процеси, котрі почали набувати активного розвитку, починаючи із 2008 р., у вітчизняному банків-

ському і реальному секторах національного господарства, внесли серйозні корективи у власне механізм реалізації як грошово-кредитної, так і валютної політики, відображаючи увесь спектр серйозних проблем, які нагромаджувались в економіці нашої країни в докризовий період і загострилися у контексті загальносвітової динаміки негативних зрушень на фінансових і товарних ринках.

Наслідки світової фінансової й економічної кризи не могли не позначитися на перебігу господарських процесів як у реальному секторі економіки так і на фінансовому ринку України. Однак було б не зовсім коректно усі негативні аспекти економічного розвитку України упродовж останніх років відносити виключно на рахунок зовнішніх факторів впливу, позаяк реальне наповнення економічної політики держави не передбачало проведення структурних реформ реального сектору, оптимізацію податкової системи, врегулювання до економічного рівня цін і тарифів, розвиток фондового ринку, а натомість здійснювались заходи, що полягали переважно у стимулюванні внутрішнього споживчого попиту через не завжди економічно обґрунтоване підвищення заробітних плат, пенсій та інших соціальних стандартів. Інакше кажучи, гроші тратили не на виробництво, а на споживання, у структурі якого до того ж значна частка продукції належала імпорту.

Адже потрібно розуміти, що в умовах відкритої економіки підтримка сукупного попиту перетворюється, по суті, на стимулювання імпорту, тобто іноземного виробника. Тому відповіддю на глобальні тенденції економічного розвитку мали б стати адекватні структурні реформи щодо підвищення ємкості внутрішнього ринку і зростання частки на ньому національного виробника, чого в Україні якраз і не було зроблено. До того ж висока заборгованість домашніх господарств, що складалася під

впливом низьких процентних ставок і можливостей широкого доступу до валютних кредитів, зумовлювала перевищення споживання над заощадженнями і тим самим дестабілізувала інвестиційний процес.

Крім того, потрібно зазначити, що надмірна роль іноземних інвестицій, передусім в частині приливу короткострокового капіталу і особливо у банківському секторі, призводить не лише до зростання зовнішнього боргу, а й зумовлює вразливість національної економіки до зовнішніх шоків. А в умовах економічної кризи іноземні інвестори вважають за краще виводити гроші в міжнародні фінансові центри, а дочірні структури іноземних банків концентрують ресурси в центральних офісах. Як наслідок, виведення фінансових ресурсів за кордон в кризових умовах спричиняє брак ліквідності в національній економіці, що і трапилось в Україні із початком кризи.

Нарівні із цим діяла низка чинників, котрі посилювали вразливість економіки України до зовнішніх фінансових шоків і були пов'язані, із:

- погіршенням умов зовнішньої торгівлі внаслідок значної залежності національного господарства від світових цін на сировинні товари, що обумовлено нераціональною структурою економіки;

- появою поступових тенденцій до перегріву економіки, починаючи з 2005 р., що стало наслідком збільшення споживання, яке суттєво перевищувало зростання продуктивності праці;

- зростанням дефіциту поточного рахунку платіжного балансу та зовнішнього боргу;

- обмеженням доступу до зовнішніх ринків позичкових капіталів і надмірною залежністю вітчизняної банківської системи від зовнішнього фінансування;

- високою інфляцією та відповідно погіршенням конкурентоспроможності національного виробництва;

- збільшенням потреб вітчизняних підприємств і банків в іноземній валюті для виконання зовнішніх боргових зобов'язань, в т. ч. і платежів за енергоносії.

Тому початкові упереджувальні кроки із реалізації грошово-кредитної політики НБУ мали достатньо обмежений характер і стосувалися: по-перше, посилення пруденційних нормативів діяльності банків (у т. ч. в частині адекватності капіталу), що визначалося намірами центробанку зі стимулювання їх укладати угоди в національній валюті і виваженіше підходити до управління власними активами та пасивами; по-друге, розширення можливостей банків з підтримки їх ліквідності, унаслідок чого обсяг операцій Національного банку з рефінансування перевищував обсяги проведення мобілізаційних операцій; по-третє, проведення процентної політики, спрямованої на стимулювання заощаджувальної активності населення.

Незважаючи на ці заходи, загострення ситуації на фінансових ринках, а також зростання недовіри населення до фінансового стану окремих банків в останньому кварталі 2008 р. викликали масовий відплив коштів із депозитних рахунків, що зменшувало ресурсну базу і кредитну активність банків, підривало ліквідність і фінансову стійкість банківської системи України загалом. Потрібно зазначити, що у цей період, як і в 2009 р., основні зусилля грошово-кредитної політики Національного банку були спрямовані вже на забезпечення стабільності банківської системи шляхом підтримання її ліквідності. Загальний обсяг кредитів рефінансування комерційних банків у 2008 р. становив 169,5 млрд. грн., тоді як у 2007 р. – лише 2,5 млрд. грн. Із них лише у жовтні-грудні 2008 р. було надано кредитів на суму 105,4 млрд. грн. [6, 46]. Загальний обсяг операцій рефінансування банків у 2009 р. становив 64,4 млрд. грн. [7, 44].

Однак політика комерційних банків, які отримали величезні обсяги рефінансування НБУ і спрямували значну їхню частку на придбання іноземної валюти з подальшим її виведенням за кордон через нестабільність на внутрішньому ринку, призвела, по суті, до вихідної ситуації, при якій ліквідність банківської системи залишається практично на вкрай незадовільному рівні. А це, в свою чергу, не дозволяє банківській системі виконувати свої зобов'язання й утримує низьку довіру до неї, не дозволяючи банківському сектору повноцінно виконувати функції фінансового посередника щодо ефективного розміщення коштів у реальному секторі. Та, навіть якщо б необхідні кредитні ресурси були, ризик кредитування залишається надто великим, оскільки фінансовий стан багатьох потенційних позичальників слабкий, а реструктуризація виробництва не здійснюється і тепер, як і в докризовий період.

Отже на тлі значних впливів ліквідності у банківську систему з боку центробанку відбувалося також і зростання попиту на валюту, чому сприяло перетікання значної частки коштів, наданих у вигляді кредитів рефінансування, на внутрішній валютний ринок, що, по суті, стало одним із факторів підриву стабільності обмінного курсу гривні у 2008 р. Таким чином, результати реалізації грошово-кредитної політики вступали у протиріччя із завданнями валютної політики, відбувся відхід від попередньо декларованих завдань щодо необхідності обмеження зростання грошової пропозиції для боротьби із інфляцією. Тут до деякої міри позначився і вплив грошово-кредитної політики центральних банків у інших країнах, насамперед у США, які після банкрутства найбільшого інвестиційного банку "Lehman Brothers" у середині вересня 2008 р. стали на той же шлях. Це означає, що з метою стабілізації економічної ситуації в більшості країн широкого застосування набули

саме інструменти грошово-кредитної політики, що призвело до збільшення балансів центральних банків, а також до зростання грошової маси. У якості антикризових заходів використовувалось зниження процентних ставок до украй низького рівня. Однак небезпека виникнення навіси додаткової ліквідності і нових "фінансових бульбашок", вочевидь, посилять необхідність вжиття заходів щодо більш ретельного регулювання фінансових ринків.

Дані обставини відобразатимуть подальші тенденції у реалізації грошово-кредитної політики провідними розвинутими країнами світу щодо подолання наслідків фінансової кризи грошовими впливами із усіма негативними їх наслідками щодо розкручування маховика інфляції, зростання величини державного боргу та перекладання відповідних проблем на інші країни, котрі використовують відповідні резервні валюти не лише для організації зовнішньоекономічної діяльності, а й у внутрішньому грошовому обігу, що є наслідком такого негативного явища, як доларизація, котре в Україні набуло надмірних масштабів й давно вийшло за рамки об'єктивної доцільності при функціонуванні кредитної і фінансової системи.

Однак головною проблемою вітчизняного банківського сектору у цей період можна вважати значні обсяги його заборгованості в іноземній валюті попри сформовані активи у гривні, що має тенденцію до знецінення, або у тій же іноземній валюті, проте у вигляді кредитів позичальникам із відсутніми джерелами доходів у іноземній валюті. У результаті має місце зниження дохідності банківського сектору, зумовлене необхідністю формування надмірної кількості резервів, що у кінцевому підсумку призводить до нагромадження ризиків та означає їхнє перекладання на майбутнє.

З метою подолання наслідків світової фінансової кризи, окрім підтримання лік-

відності банківської системи на основі реалізації програм фінансового оздоровлення та надання кредитів рефінансування, Національний банк України застосував також інші заходи, зокрема щодо:

- тимчасового обмеження активних операцій із надання кредитів і придбання цінних паперів;

- заборони на дострокове вилучення коштів із депозитних рахунків юридичних і фізичних осіб;

- підвищення облікової ставки з метою забезпечення зростання рівня процентних ставок за активно-пасивними операціями (хоча у 2009 р. процентні ставки і було знижено);

- перерахування 1 млрд. грн. для поповнення Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, що дало змогу збільшити максимальну суму відшкодування до 150 тис. грн.;

- підвищення вимог до якості прийнятого забезпечення за кредитами, а також до оцінки фінансового стану позичальників, у кредитних угодах з якими немає письмової згоди на збір, зберігання, використання та поширення через бюро кредитних історій інформації про них;

- збільшення нормативів обов'язкового резервування за строковими коштами і коштами на вимогу юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті, а також запровадження вимоги щодо зберігання банками частини обов'язкових резервів на окремому рахунку в Національному банку України.

Указані дії Національного банку дозволили стабілізувати ситуацію в банківському секторі, уникнути платіжної кризи та стримати розвиток інфляційних процесів. Фактично головним результатом рестрикційного спрямування грошово-кредитної політики Національного банку України стало обмеження темпів інфляції. Так, зокрема, якщо у 2008 р. ці темпи становили

22,3%, то вже у 2009 р. – 12,3%, а у 2010 р. – 9,1% і в 2011 р. – 4,6%. І це навіть попри те, що приріст грошової маси у 2011 р. становив 14,7%. Крім того, жорстка грошово-кредитна політика мала позитивний вплив на стабільність банківського сектору, виходячи із формування позитивних очікувань зі збереження вартості гривні, а це, в свою чергу, сприяло збільшенню обсягів банківських депозитів, сума яких упродовж 2011 р. зросла на 18,2%. Відтак, позитивна динаміка щодо збільшення ресурсної бази позначилась на активізації банківського кредитування реального сектору економіки, виявом чого стало збільшення загального обсягу банківських кредитів у 2011 р. на 9,6% порівняно зі зростанням лише на 0,9% у 2010 р. І вже як наслідок приріст реального ВВП у 2011 р. становив 5,2%, тоді як у 2010 р. – 4,1%.

Водночас для подолання наслідків фінансової кризи зазначених заходів недостатньо. І навіть досягнення антиінфляційного ефекту за результатами проведення рестрикційної грошово-кредитної політики ще не означає перехід до режиму інфляційного таргетування. Якщо вести мову про особливості проведення грошово-кредитної політики в умовах світової фінансової кризи, то потрібно вказати на неможливість використання правил грошово-кредитного регулювання, заснованих на певних статистичних закономірностях, що пов'язано зі швидкою зміною трендів у динаміці тих економічних параметрів, які використовуються для розробки правил монетарної політики. За таких умов варто визнати неефективним такий тип грошово-кредитної політики, що ґрунтується на таргетуванні якого-небудь одного монетарного показника, зокрема темпів інфляції без урахування її немонетарних факторів. Таргетування інфляції має розглядатися як один із засобів її зниження, а не як самоціль грошово-кредитної політи-

ки. Адже, зважаючи на високу ступінь відкритості національної економіки і вразливість її до зовнішніх шоків, питанням стабільності обмінного курсу національної валюти має приділятися пріоритетна увага з огляду на негативні наслідки дестабілізації валютного ринку у 2008 р., що поставили під загрозу стабільність усієї банківської системи країни та й національної економіки в цілому.

А відтак роль валютної політики має пріоритетне значення серед механізмів монетарного регулювання центрального банку нашої країни, принаймні до тих пір, доки докорінним чином не буде змінено структуру вітчизняної економіки на користь внутрішнього виробництва і споживання, що відобразатиме нижчу ступінь залежності національного господарства від зовнішньоекономічних дисбалансів, спроможних порушити рівновагу всередині країни. За таких обставин стабільність національної валюти слід розглядати як необхідне і першочергове завдання Національного банку України в процесі комплексної реалізації заходів як грошово-кредитної, так і валютної політики.

Щодо валютної політики Національного банку України, то в період, який передував розгортанню фінансової кризи, заходи із регулятивного впливу на валютні відносини спрямовувались в бік їхньої лібералізації та відображали орієнтацію зусиль НБУ на розширення переліку операцій, що здійснюються на валютному ринку (з банківськими металами, ввезення в Україну та вивезення за її межі валютних цінностей уповноваженими банками, здійснення переказів та вивезення іноземної валюти фізичними особами за кордон), спрощення процедури купівлі іноземної валюти, запровадження заходів із розширення можливостей роботи на валютному ринку його учасників та лібералізації потоків капіталу в іноземній валюті. Валютно-курсова політика Національного банку в цей період була спрямована на

ревальвацію офіційного курсу гривні, який протягом січня-серпня 2008 р. зміцнився на 3,96% (до 4,85 грн./дол. США). Її обґрунтування зводилося в основному до двох аргументів: необхідність зниження інфляції і курсова недооцінка української валюти.

Разом із тим, політика підтримки курсової стабільності у рамках режиму фактичної фіксації обмінного курсу гривні сприяла зміцненню очікувань економічних агентів щодо його стабільності в майбутньому, що за умови вільного доступу до іноземних ресурсів обумовило постійне зростання валютних дисбалансів, зокрема в частині масованого нарощування обсягів банківського кредитування в іноземній валюті. Ще починаючи із середини 2005 р., зовнішня торгівля товарами в Україні стала дефіцитною. При цьому на початок 2008 р. кварталні значення її негативного сальдо досягли обсягів у 3–4 млрд. дол. США. Такі значні дефіцити були обумовлені активізацією імпорту, що фінансувався зарубіжними запозиченнями українських банків і підприємств. Крім того, у процесі інтенсивного зростання внутрішнього кредитування в іноземній валюті вітчизняні комерційні банки прагнули мінімізувати власні курсові ризики, надаючи своїм клієнтам позички не в гривнях, а саме у позиченій на зовнішніх ринках іноземній валюті. Проте, оскільки переважна більшість позичальників банків узагалі не мали яких-небудь інвалютних доходів, вони виявилися не готовими нести курсові ризики в умовах істотної девальвації гривні. Намагання банків повністю перекласти курсові ризики на своїх клієнтів призвело до того, що майже всі зовнішні запозичення фактично транзитом спрямовувалися на ринок внутрішнього кредитування, оминаючи валютно-обмінні операції і сферу обігу національної валюти.

За таких обставин реалізація ревальваційного спрямування валютно-курсової політики визначала, по суті, диктування

нею умов емісійної діяльності Національного банку України вже в процесі реалізації грошово-кредитної політики, позаяк фактично до 80–90% випуску грошей в обіг було пов'язано із викупом іноземної валюти Національним банком на внутрішньому валютному ринку. Унаслідок цього зростання обсягів міжнародних резервів мало достатньо стрімку динаміку – із 4 млрд. дол. США у 2002 р. до 38 млрд. дол. США у 2008 р. Це посилювало оперативну свободу центрбанку в частині реалізації валютної політики, оскільки обсяги резервів зростали, однак обмежувало його діяльність у проведенні грошово-кредитної політики з огляду на неможливість ефективного впливу на динаміку грошової маси через кредитні канали, котрі були витіснені в цей період каналом валютним.

Суттєвою проблемою тут є те, що в Україні відсутній достатньо місткий і розвинутий ринок цінних паперів, що також різко обмежує емісійні можливості Національного банку, який вимушений емітувати гривню в обмін на тверду валюту, а не під заставу цінних паперів, як це відбувається в розвинутих економіках. Тобто, Національний банк України урівноважував валютний курс переважно через купівлю іноземної валюти. Загальний обсяг валютних інтервенцій упродовж січня–серпня 2008 р. становив 6,6 млрд. дол. США, а обсяг міжнародних резервів лише з початку 2008 р. зріс на 5,6 млрд. дол. США.

Але разом із тим зміцнення гривні вело до пониження конкурентоспроможності вітчизняних товарів, внаслідок чого ставало все вигіднішим імпортувати продукцію з-за кордону і зменшувалася рентабельність експорту. При цьому в процесі реалізації валютної політики не враховувалося, що тривале надмірне зміцнення курсу гривні породжує загрозу різкого його падіння у разі погіршення платіжного балансу країни, що і сталося в 2008 р.

Саме різке погіршення ситуації на зовнішніх фінансових і товарних ринках зумовлювало скорочення пропозицій іноземної валюти на внутрішньому ринку через зменшення обсягів їх надходжень на рахунки українських резидентів, що пов'язано зі зниженням пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку внаслідок зменшення надходжень від експортної виручки (від'ємне сальдо поточного рахунку 12,9 млрд. дол. США у 2008 р. порівняно із 5,3 млрд. дол. у 2007 р.). Зокрема, обсяги щоденної пропозиції іноземної валюти на міжбанківському ринку зменшилися з 514 млн. дол. США в серпні до 313 млн. дол. США в грудні 2008 р. Усе це, в свою чергу, зумовлювало зменшення довіри між банками, погіршення ліквідності як окремих банків, так і банківської системи загалом, додатковий тиск на споживчі ціни та на обмінний курс гривні. Як наслідок, розпочалось наростання девальваційних очікувань та ажіотажного попиту на готівкову валюту на внутрішньому валютному ринку, а також збільшення спекулятивних коливань обмінного курсу гривні на міжбанківському ринку. У результаті цього офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився у жовтні – грудні 2008 р. на 58,4%, а з початку 2008 р. – на 52,5% – до 7,7 грн./дол. США.

Цілком очевидно, що надмірна девальвація національної валюти може мати вкрай негативні наслідки для динаміки економічного розвитку. Адже заздалегідь невідомо, до якого прийнятного рівня може бути знижено обмінний курс національної валюти. Надмірна девальвація зазвичай ускладнює повернення зовнішніх боргів, і державі доводиться витратити істотну частину золотовалютних резервів на допомогу позичальникам, тоді як доцільність різкої девальвації мотивується саме бажанням їх заощадити. Водночас значна девальва-



ція національної валюти неминуче призводить до зростання цін на імпортні товари і загального прискорення інфляції, що, власне, і мало місце в Україні за результатами 2008 р. Що ж до розширення можливостей для конкуренції з імпортними товарами завдяки девальвації, то цей ефект для деяких галузей, безумовно, міг би мати місце, але реалізація цього потенціалу була обмежена неможливістю задіяти вільні виробничі потужності. Та й саме зростання курсу долара зайвий раз стає для учасників ринку підтвердженням наміру центрального банку йти на девальвацію, що лише слугує додатковим стимулом збільшення попиту на іноземну валюту.

Отже, розуміння необхідності вживати обмежувальні заходи щодо уникнення надмірних курсових коливань національної валюти та тих негативних ефектів, які вони справляють на розвиток фінансового і реального секторів економіки, призвело до перегляду спрямованості валютної політики Національного банку України в рестрикційний бік. А відтак, у рамках обмежувальної спрямованості валютної політики в період фінансової кризи НБУ застосував такі заходи:

- запроваджено граничні межі відхилення між курсом купівлі і продажу готівкової іноземної валюти у розмірі 5%, а з квітня 2009 р. – встановлено межі відхилення офіційного курсу від міжбанківського у розмірі 2%;

- запроваджено заборону на купівлю й обмін іноземної валюти для дострокового виконання зобов'язань і здійснення розрахунків з нерезидентами за імпортом продукції чи проведення авансових платежів;

- обмежено права комерційних банків здійснювати арбітражні операції з купівлі та продажу іноземної валюти;

- запроваджено проведення валютних інтервенцій через механізм валютних аукціонів;

- унесено зміни до порядку курсоутворення, згідно з якими офіційний курс гривні до долара США має визначатися на рівні курсу, встановленого на міжбанківському валютному ринку України;

- запроваджено заборону на проведення суб'єктами міжбанківського валютного ринку операцій в іноземній валюті з похідними фінансовими інструментами, базовим активом для яких є валютні цінності;

- посилено контроль за дотриманням банками лімітів відкритої валютної позиції, підвищено коефіцієнти резервування за кредитами в іноземній валюті, а також посилено вимоги до оцінки фінансового стану позичальників, які отримують кредити в іноземній валюті, а доходи – у гривні;

- запроваджено заборони й обмеження на використання фіктивних схем виведення капіталу під виглядом повернення інвестицій чи оплати імпорту без його фізичного ввезення в Україну, а також придбання валюти без наявності зобов'язань в іноземній валюті.

У результаті таких заходів Національному банку поступово вдалося досягти зменшення дефіциту іноземної валюти на валютному ринку, а також дещо вирівняти ситуацію на ньому, забезпечивши зменшення попиту як на міжбанківському, так і на готівковому сегментах. Як наслідок, протягом 2009 р. офіційний курс гривні відносно долара США знизився тільки на 3,7% порівняно з 52,5% у 2008 р. А в 2010 р. вдалося досягти зміцнення офіційного курсу гривні на 0,29%. І хоча у 2011 р. офіційний курс гривні знизився на 0,35%, а на міжбанківському валютному ринку – на 0,84%, все одно можна вести мову про досягнення певної валютної стабілізації.

Відповідно до умов Меморандуму про економічну і фінансову політику в рамках фінансової програми “Стенд-бай” Національний банк України почав встановлюва-

ти офіційний курс гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України за попередній робочий день з можливим відхиленням  $\pm 2\%$ . Водночас Національний банк України також активно проводив політику протидії девальваційному тиску шляхом проведення валютних інтервенцій. Хоча потрібно розуміти, що операції з продажу іноземної валюти Національним банком України призводять лише до зменшення міжнародних резервів без будь-яких гарантій щодо наявності стійких тенденцій зі стабілізації обмінного курсу національної валюти. І суттєвою проблемою тут слід вважати непрозорість і невизначеність таких операцій для суб'єктів валютного ринку, які не розуміють подальших намірів центрального банку, а відтак не можуть сформулювати позитивні очікування на динаміку обмінного курсу гривні у перспективі.

Тому для вирішення цієї проблеми Національний банк України в процесі реалізації валютної політики мав би сформулювати чіткі й абсолютно зрозумілі для всіх економічних агентів курсові орієнтири, які у сукупності дозволили б підтримувати курсову стабільність без суттєвих обмежень щодо здійснення кредитних вкладень у реальний сектор господарства, позаяк без кредитів у виробничу діяльність підприємств неможливо здолати економічний спад. У цій ситуації оптимальним напрямом валютної політики могло б стати формування відповідних курсових орієнтирів у вигляді не жорсткої фіксації обмінного курсу гривні, як це мало місце упродовж 2000–2008 рр., а у вигляді коридору, що обмежував би граничні коливання курсу певними рамками, надаючи водночас сигнал учасникам ринку про цей “номінальний якір” монетарного регулювання центрального банку і його бажання та готовність утримувати стабільність на валютному ринку у визначених межах за будь-яких обставин.

Це означає необхідність поступового відходу від класичної моделі інфляційного таргетування, яка допускає планомірне зниження інфляції тільки при гнучкому обмінному курсі. Натомість потрібно цілеспрямовано домагатися внутрішньої цінової стабільності із використанням усього набору інструментів грошово-кредитного регулювання Національного банку щодо впливу на динаміку грошових агрегатів і процентні ставки зі збереженням свободи у виборі режиму курсоутворення, допускаючи можливість за потреби використовувати як кероване плавання, так і фіксацію курсу в рамках визначеного коридору коливань.

Дані обставини визначають важливість координації зусиль грошово-кредитної і валютної політики Національного банку із тим, щоб завдання із забезпечення зовнішньої стабільності національної грошової одиниці не суперечили стратегічній меті державної економічної політики щодо подолання виробничого спаду і недопущення наростання соціальної напруги в суспільстві. Це, вочевидь, покладає на центробанк додаткову відповідальність за розробку ефективних заходів монетарного регулювання із оптимальним поєднанням інструментів грошово-кредитної і валютної політики, спрямованих на досягнення довгострокової фінансової стабільності, зовнішньоекономічної збалансованості і виробничого зростання. Так, зокрема, поєднання заходів грошово-кредитної політики із цілями і завданнями валютної політики можна простежити на прикладі здійснюваних Національним банком України операцій з мобілізації коштів комерційних банків, загальний обсяг яких у 2011 р. становив 166,8 млрд. грн. Це надало можливість зв'язати значну частину вільної ліквідності банківської системи, що сприяло стабілізації ситуації на валютному ринку, збільшенню внутрішньої вартості гривні та зменшен-

ню інфляції. З іншого боку, потрібно було б посилити певні регулятивні заходи валютної політики, спрямовані на нівелювання окремих негативних наслідків грошово-кредитного регулювання. Наприклад, валютний контроль має бути реалізовано повною мірою, включаючи покарання тих комерційних банків, котрі витратили кошти кредитів рефінансування на конвертацію в іноземну валюту і її виведення за кордон.

З урахуванням того, що значна частина причин виникнення і розвитку кризових явищ перебувають у валютній сфері, то цілком очевидно, що ефективна реалізація валютної політики на національному рівні спроможна звести до мінімуму вплив світових кризових явищ на національне господарство. Саме забезпечення стабільності національної валюти і здійснення валютних операцій резидентів і нерезидентів всередині країни і у сфері зовнішньоекономічної діяльності і міжнародних розрахунків є головними завданнями валютної політики як невід'ємної складової монетарного регулювання економіки. А відтак, саме на центральний банк мають покладатися повноваження з розробки програми дій і конкретних механізмів, що впливають на валютний курс національної грошової одиниці і платіжний баланс країни.

Зосередження в руках центрального банку повноважень із реалізації як грошово-кредитної, так і валютної політики зумовлено необхідністю ефективного координування заходів щодо впливу на основні макроекономічні параметри одночасно і через грошово-кредитні і валютні відносини. Це створює належні організаційні можливості із координації зусиль підрозділів центрального банку у проведенні відповідних регулятивних заходів як на грошовому, так і на валютному ринку країни, дозволяючи виробляти єдину стратегію і тактику

дій щодо впливу на операції суб'єктів обох цих ринків.

Таким чином, грошово-кредитна політика у період розгортання фінансової кризи має протидіяти ринковій турбулентності, компенсувати неефективність ринків, забезпечувати стабільну роботу банківського сектору, згладжувати наслідки нераціональної поведінки економічних агентів, корегувати ефекти асиметричності інформації, знижувати нові ризики, що виникають у процесі функціонування господарської системи. З іншого боку, з урахуванням того, що специфіка грошово-кредитного регулювання сучасної економіки визначається її відкритістю, не менш важливою є і роль валютної політики, котра має забезпечувати дотримання орієнтирів, спрямованих на досягнення курсової стабільності національної грошової одиниці в якості сигналу для учасників ринку з центрального банку про його готовність обмежувати курсові коливання і тим самим мінімізувати пов'язані із ними ризики та знизити девальваційні очікування, що, в свою чергу, має сприяти поліпшенню інвестиційного клімату в країні, створенню умов для макроекономічної стабілізації та послідовного подолання кризових явищ у всіх секторах господарства.

Оптимальне поєднання заходів грошово-кредитної і валютної політики Національного банку України в сучасних умовах має бути спрямоване на посткризове відновлення вітчизняної економіки, що передбачає подальшу реалізацію завдань зі стабілізації функціонування валютного ринку, зниження інфляційного тиску, посилення кредитної підтримки комерційними банками процесів відновлення економічного зростання у реальному секторі, а також мінімізацію впливу на економічний розвиток загальносвітових тенденцій, пов'язаних із наслідками фінансової кризи.

**Література**

1. Тесля Н. П., Плотникова И. В. *Денежно-кредитная и финансовая политика государства: Учебное пособие.* – М.: ИНФРА-М, 2012. – 174 с.
2. Дзюблук О.В. *Валютна політика: Підручник.* – К.: Знання, 2007. – 422 с.
3. Мэнкью Н.Г. *Макроэкономика: Пер. с англ.* – М.: Издательство МГУ, 1994. – 736 с.
4. Сакс Дж. Д., Ларен Ф. Б. *Макроэкономика. Глобальный подход: Пер. с англ.* – М.: Дело, 1996. – 848 с.
5. Моисеев С. Р. *Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие.* – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
6. *Річний звіт НБУ за 2008 рік [Електронний ресурс].* – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=84983](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983)
7. *Річний звіт НБУ за 2009 рік [Електронний ресурс].* – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=84983](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983)
8. *Річний звіт НБУ за 2010 рік [Електронний ресурс].* – Режим доступу: [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=84983](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983)
9. Юдаева К. О валютной политике // *Вопросы экономики.* – 2010. – № 1. – С. 21–28.
10. Фетисов Г. *Монетарная политика России: цели, инструменты и правила // Вопросы экономики.* – 2008. – № 11. – С. 4–21.