

## Відсоткова політика центрального банку та її вплив на економічні процеси

**Заболотна Н.Г.**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри банківської справи  
Київського національного економічного університету  
імені Вадима Гетьмана

Статтю присвячено дослідженню впливу процентної політики на економічні процеси. Проаналізовано застосування інструментів відсоткової політики в Україні. Досліджено світовий досвід використання інструментів процентної політики для подолання кризових явищ в економіці. Визначено шляхи підвищення результативності процентної політики в Україні.

**Ключові слова:** інструменти монетарного регулювання, відсоткова політика, облікова ставка, депозитний сертифікат центрального банку, політика рефінансування.

Zabolotna N.G. ПРОЦЕНТНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОЦЕССЫ

Статья посвящена исследованию влияния процентной политики на экономические процессы. Проанализировано использование инструментов процентной политики в Украине. Исследован мировой опыт использования процентной политики для устранения кризисных явлений в экономике. Определены пути повышения результативности процентной политики в Украине.

**Ключевые слова:** инструменты монетарной политики, відсоткова політика, учетная ставка, депозитный сертификат центрального банка, политика рефинансирования.

Zabolotna N.G. CENTRAL BANK'S INTEREST RATE POLICY AND ITS INFLUENCE ON ECONOMIC PROCESSES

The article discusses the impact of interest rates policy on economic processes. It analyses the use of interest rate policy instruments in Ukraine. Global experience of using interest rate policy to overcome economic crisis is studied. Ways to improve interest rate policy effectiveness in Ukraine are defined.

**Keywords:** monetary policy instruments, interest rate policy, interest rate, central bank's deposit certificate, re-financing policy.

**Постановка проблеми в загальному вигляді.** Загострення кризових явищ в економіці України вимагають застосування низки стабілізаційних заходів з метою подолання інфляційних процесів та відновлення економічного зростання. Грошово-кредитна політика центрального банку має в своєму розпорядженні досить ефективний інструментарій, який може як загальмувати певні економічні процеси, так і створити сприятливі умови на грошовому ринку для активізації інвестиційної діяльності в реальному секторі економіки з метою виходу з рецесії та відновлення економічного зростання.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні та практичні аспекти використання інструментів монетарної політики для регулювання економічних процесів є одними з найактуальніших тем дослідження багатьох закордонних та вітчизняних науковців. Значний внесок у розробку цієї проблеми зро-

били вітчизняні вчені С. Аржевитін, А. Даниленко, О. Дзюблюк, С. Кораблін, В. Корнєв, Т. Кричевська, В. Міщенко, А. Мороз, М. Савлук, А. Сомик, Т. Унковська та інші.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Потенціал традиційних інструментів монетарного регулювання, що застосовувалися в Україні протягом останніх 20 років, виявився недостатнім, щоб подолати наявні диспропорції як в монетарній сфері, так і в реальному секторі економіки. Системна економічна криза в економіці, стагфляційні процеси, які розгорнулися в Україні в 2014–2015 рр. вимагають пошук та впровадження таких інструментів монетарного регулювання, які максимально будуть враховувати особливості сучасного кризового стану економіки України та дадуть можливість за короткий період часу забезпечити вирішення наявних проблем та усунути диспропорції в економічному розвитку.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою цієї статті є дослідження впливу відсоткової політики на економічні процеси, визначення проблем, які виникають під час реалізації відсоткової політики центрального банку та обґрунтування напрямів підвищення дієвості відсоткової політики НБУ в сучасних умовах стагфляційної кризи в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Відсоткова політика є одним із класичних інструментів монетарного регулювання, за допомогою якого центральний банк має можливість впливати як на стан грошово-кредитного ринку, так і на поведінку економічних суб'єктів, і через цей опосередкований вплив досягати визначених цілей.

Згідно з кейнсіанською теорією, відсоткові ставки відіграють важливу роль в економіці, і тому вони є важливим інструментом впливу держави на стан господарської кон'юнктури. Завдяки регулюванню відсоткових ставок існує можливість впливати на рівень заощаджень та інвестицій, а також на рівень інфляції.

Регулювання рівня та структури відсоткових ставок центральним банком відбувається шляхом встановлення відсоткових ставок за кредитами, які центральний банк надає комерційним банкам (це ставки рефінансування, ломбардні ставки центрального банку для операцій на відкритому ринку); або шляхом регулювання (або навіть обмеження) окремих відсоткових ставок для певних кредитних установ.

Інколи рівень відсоткових ставок за кредитами центрального банку впливає на ціну кредитних ресурсів у масштабах економіки, підвищуючи або знижуючи попит банків, а також їх клієнтів на ці ресурси, і таким чином впливає на загальний рівень інвестиційної активності в економіці.

Подекуди мова йде про селективні методи, які можуть бути використані для активізації структурної перебудови економіки. Надаючи кредити під пільгові відсотки, центральний банк може спрямовувати кредитні ресурси на кредитування тих програм і проектів, які є необхідними для забезпечення структурних зрушень в економіці.

Під час вибору інструментів та заходів реалізації монетарної політики необхідно усвідомлювати, що результат впровадження певних інструментів є подвійним, не завжди до кінця прогнозованим. Так, з одного боку, за допомогою облікової ставки можна регулювати велику кількість грошей в обігу з метою

утримання інфляційних процесів, а з іншого – рівень облікової ставки безпосередньо впливає на ліквідність банківської системи, інвестиційний процес, стан виробництва. Тому до зміни облікової ставки необхідно підходити досить виважено, не запроваджувати різке й суттєве коригування рівня облікової ставки.

Аналіз світового досвіду подолання наслідків світової фінансової кризи 2008 р. свідчить про те, що уряди та центральні банки розвинених країн почали активно підтримувати як реальний сектор економіки, так і систему комерційних банків, незважаючи на можливість прискорення інфляційних процесів у майбутньому.

Для подолання кризових явищ центральні банки багатьох країн знижували облікову ставку до нульового рівня і надавали банкам кредити рефінансування строком на 3–5 років.

Так, у період світової фінансової кризи 2008 р. Комітет з монетарної політики Банку Англії встановив базову ставку на рівні 0,50%, і з того часу ні разу її не змінював, незважаючи на наявність певних складних обставин.

Центральний банк Швеції перший з центральних банків у світі в липні 2009 р. упродовжив негативні відсоткові ставки банківських депозитів (–0,25%). Впровадження негативних ставок за депозитами в центральному банку було зумовлено бажанням уникнути пастки ліквідності, оскільки банки в умовах фінансової кризи та спаду економічної активності почали згортати програми кредитування клієнтів. У результаті гроші не надходили до реальної економіки, а накопичувалися в банківській системі, зокрема, на рахунках в центральному банку, оскільки саме розміщення депозитів комерційних банків на рахунках в центральному банку є одним із найбільш безпечних варіантів розміщення тимчасово вільних грошових коштів. На думку представника RBC Capital Markets Джона Рейта, негативні відсоткові ставки «це, по суті, штраф для банків, які відмовляються надавати кредити» [1].

МВФ також підтримує впровадження від'ємних відсоткових ставок, що були встановлені центральними банками провідних країн. І як зазначає фінансовий радник МВФ Х. Віналс, «незважаючи на те, що досвід використання від'ємних відсоткових ставок є обмеженим, але вони допомагають забезпечити додаткові монетарні стимули та більш легкі фінансові умови, які підтримують попит та цінову стабільність» [2]. Водночас колишній головний економіст МВФ О. Бланхард вважає, що для прискорення економічного зростання

необхідно акцент зробити на програмах кількісного пом'якшення, оскільки вплив негативних відсоткових ставок є недостатньо дослідженим, і їх впровадження може мати побічні ефекти» [2].

З метою зменшення девальваційного та інфляційного тиску Національний банк України в 2014 р. тричі збільшує розмір облікової ставки. Так, з 15 квітня 2014 р. облікова ставка була підвищена з 6,5 до 9,5% річних, з 17 липня 2014 р. – до 12,5% річних, з 13 листопада 2014 р. – до 14,0% річних. Відповідно були збільшені й відсоткові ставки за інструментами рефінансування постійної дії. Відсоткова ставка за забезпеченими кредитами рефінансування овернайт зросла з 7,5 до 17,5% річних. Середньозважена відсоткова ставка за тендерними кредитами та операціями репо зросли з 6,50 та 6,52% річних у грудні 2013 р. до 19,08 та 19,16% річних у грудні 2014 р. [4, с. 66–67].

У межах підготовки переходу до впровадження режиму інфляційного таргетування та з метою не допустити подальшого розгортання інфляційних процесів в умовах фінансово-економічної кризи НБУ в 2015 р. приймає рішення про застосування ще більш жорсткої монетарної політики і підвищує облікову ставку з 14,0 до 19,5% річних з 6 лютого 2015 р., і здійснює відповідне коригування інших ставок рефінансування. Наступне суттєве підвищення облікової ставки відбулось практично через місяць – з 4 березня 2015 р. облікова ставка була підвищена до 30,0% річних. І лише з 28 серпня 2015 р. НБУ знижує облікову ставку до 27,0%, а потім з 25 вересня 2015 р. – до 22% річних. У 2016 р. НБУ уже двічі переглядав облікову ставку. Так, з 22 квітня 2016 р. облікова ставка була знижена до 19,00%, а з 27 травня 2016 р. – до 18% річних.

Відомо, що економіка розвивається лише за умови доступності кредитних ресурсів для суб'єктів реального сектора. Але коли ціна кредитних ресурсів коливається в межах 20–30% річних, а рентабельність підприємств реального сектору значно нижча, то, очевидно, що банки як фінансові посередники грошового ринку не спроможні виконувати свої функції щодо ефективного перерозподілу грошових коштів та задовольняти потреби своїх клієнтів у кредитних ресурсах.

Згідно з дослідженнями МВФ, найбільш високі ключові відсоткові ставки центрального банку в 2015 р., крім України, були встановлені в Республіці Гана (26,0%), Білорусії (25,0%), Гамбії (23,0%), Молдовії (19,5%), Таджикистані (17,5%).

Підвищення ставок рефінансування в Україні відбувалось водночас з зростанням обсягів мобілізаційних операцій НБУ. Так, одним з основних інструментів відсоткової політики НБУ, який активно використовувався в 2014–2015 рр., стала відсоткова ставка за депозитними сертифікатами. Протягом 2014 р. НБУ було оголошено про проведення 1 469 тендерів, за результатами яких було розміщено депозитні сертифікати на суму 1 472,7 млрд грн (у 2013 р. – 270,4 млрд грн). Зростання мобілізаційних операцій відбувалось водночас з впливом депозитів з банківської системи, що також суттєво обмежувало кредитний потенціал банків [4, с. 70].

У липні 2015 р. НБУ повідомив про намір проводити щотижневі аукціони з розміщення депозитних сертифікатів на термін від 1 до 3 місяців. При цьому ставки за депозитними сертифікатами коливалися від 20% за нічними інструментами до 26–27% за 7–30-денними інструментами. Висока прибутковість депозитних сертифікатів, безперечно, зацікавлювала

Таблиця 1

Відсоткові ставки центральних банків [3]

Країна	Ключова відсоткова ставка	Остання зміна	Наступний розгляд
США	0,50%	16.12.2015	15.06.2016
Євросона	0,00%	10.03.2016	2.06.2016
Великобританія	0,50%	5.03.2009	16.06.2016
Японія	– 0,10%	29.01.2016	16.06.2016
Канада	0,50%	15.07.2015	13.07.2016
Швейцарія	– 0,75%	15.01.2015	16.06.2016
Швеція	– 0,50%	11.02.2016	6.07.2016
Австралія	1,75%	3.05.2016	7.06.2016
Нова Зеландія	2,25%	10.03.2016	8.06.2016
Норвегія	0,50%	18.03.2016	23.06.2016
Данія	0,05%	20.01.2015	2.06.2016

банки купувати ці безризикові інструменти, тому знижувала їх мотивацію щодо кредитування суб'єктів реального сектора економіки.

Так, залишки коштів, розміщених на депозитних сертифікатах на кінець 2015 р., досягли 89,3 млрд грн і збільшились за рік на 69,7 млрд грн [5, с. 39]. Крім того, відсоткові витрати за депозитними сертифікатами НБУ лише за перший квартал 2015 р. перевищили ці витрати за минулий рік і становили 830,6 млн грн. Слід зазначити, що, встановлюючи такі надвисокі ставки за депозитними сертифікатами, НБУ порушив принцип ефективності процентної політики, згідно з яким ставки за мобілізаційними операціями постійного доступу повинні бути найнижчими на грошовому ринку [6, с. 262]. Як зазначає Т. Унковська: «Національний банк замість того, щоб сприяти подоланню фрагментації міжбанківського кредитного ринку, відновленню його нормальної роботи і кредитування економіки створив безризиковий високоприбутковий інструмент (депозитний сертифікат НБУ овернайт), який створює надвитратну для держави «фінансову бульбашку» та додаткові перешкоди для кредитування банками економіки» [7, с. 129].

Досвід України неодноразово підтверджував, що впровадження жорсткої монетарної політики, спрямованої на скорочення зростання пропозиції грошей та подорожчання кредитних ресурсів, не лише зменшує платоспроможний попит, веде до спаду виробництва, але й зберігає високий рівень інфляції та високі інфляційні очікування. В Україні подолати інфляцію жорсткою монетарною політикою неможливо, оскільки інфляція формується не на монетарній основі. При цьому підвищення відсоткових ставок та стиснення пропозиції грошей дає лише негативний ефект, оскільки обмежуються кредитні можливості комерційних банків, що і приводить до стагнаційних процесів в реальній економіці. Це свідчить про те, що існує відома в теорії грошей колізія, яка не завжди враховується в практиці монетарної політики: для досягнення антиінфляційного ефекту в умовах інфляції попиту необхідно зменшувати пропозицію грошей, а в умовах інфляції витрат грошей повинно бути достатньо для того, що забезпечити технічне оновлення основних фондів з метою підвищення ефективності та обсягів виробництва. На думку А. Гальчинського, «НБУ не знає як розв'язати цю дилему. Весь сенс антиінфляційної політики зводиться до одностороннього стиснення пропозиції грошей, що в умовах

кризи не допустимо. На 2015 р. було встановлено стелю збільшення грошової бази на 27%, а фактично, згідно з даними НБУ, вона зросла лише на 0,8%. Темпи зростання грошової маси торік були майже втричі менші за номінальне зростання ВВП. У результаті замість монетарного стимулювання економічної санації наявний протилежний ефект – консервації кризових процесів» [8]. Так, у 2014 р. обсяг ВВП зменшився на 6,6%, а рівень інфляції становив 24,9%. У 2015 р. ситуація погіршилася – обсяг ВВП зменшився на 9,9%, а рівень інфляції зріс до 43,3%.

Арсенал інструментів впливу центрального банку є досить широким, і він включає як прямі, так і опосередковані інструменти монетарного регулювання. У країнах з розвинутою ринковою економікою переважно використовуються опосередковані заходи впливу, які створюють певні умови на грошовому ринку, за яких посилюються чи послаблюються стимули економічних суб'єктів до певної поведінки.

Прямі заходи найчастіше використовуються як допоміжні, викликані якимось особливими обставинами. До них відносять пряме регулювання центральними банком відсоткових ставок комерційних банків, селективну політику адресного рефінансування комерційних банків, та інші заходи. Прямі заходи впливу є обов'язковими для виконання, і тому є досить дієвими та результативними. Але їх доцільно використовувати лише в короткостроковому періоді для розв'язання невідкладних проблем, оскільки в довгостроковій перспективі вони послаблюють вплив ринку на банківську діяльність і можуть знижувати її ефективність.

Пряме регулювання центральними банком відсоткових ставок комерційних банків може відбуватися шляхом обмеження відсоткових ставок комерційних банків як за депозитними, так і за кредитними операціями; фіксацією рівня маржі між депозитною та кредитною ставкою та іншими заходами.

Світовий досвід свідчить, що використання прямих адміністративних заходів впливу призводить до позитивних наслідків саме в кризових ситуаціях, коли необхідно швидко та одночасно вирішити такі суперечливі завдання, як зниження темпів інфляції, посилення стимулювання економічного зростання, та зміцнення стабільності банків. Так, у США 16 червня 1933 р. був ухвалений закон Гласса-Стигола, в якому були встановлені закони банківського законодавства США і був спрямований на подолання наслід-

ків світової економічної кризи 1929–1933 рр. Згідно із цим законом, посилювався державний контроль за діяльністю банків, обмежувалися права банків на проведення операцій з цінними паперами, вводилась заборона на проведення спекулятивних операцій. Також встановлювалися верхні норми відсотка, які могли сплачуватися банками за строковими вкладками та ощадними депозитами, а за вкладками до запитання заборонялось сплачувати будь-які відсотки, що й привело до здешевлення кредитних ресурсів. Регулювання відсоткових ставок за депозитами з боку ФРС діяло в США 1933–1986 рр. Після ухвалення цього закону комерційні банки були змушені утримуватися від вкладання коштів у високо-ризиковані активи, а також залучені ресурси спрямовувати на кредитування реального сектора економіки, пропонувати позичальникам з реального сектора економіки більш сприятливі умови кредитування. Перерозподіл грошових коштів з фінансового ринку на користь реальної економіки, а саме на кредитування великих інфраструктурних проєктів надав можливість економіці США вийти з кризового стану та створити передумови для подальшого економічного зростання [9, с. 17].

Аналогічні адміністративні обмеження щодо відсоткових ставок комерційних банків були впроваджені в Японії та європейських країнах після Другої світової війни. У сучасних умовах пряме адміністративне регулювання відсоткових ставок комерційних банків широко застосовується в таких країнах, як Японія, Китай, Корея.

Як зазначає А. Дзюблюк: «В умовах перехідної економіки та кризових явищ, коли ринкові інструменти не позначаються або не повною мірою позначаються на кредитній активності комерційних банків, поєднання їх з адміністративними методами дасть змогу посилити ефективність регулятивного впливу НБУ на кредитну активність банків. На цьому етапі ефективним інструментом впливу на відновлення кредитної активності банків є механізми прямого кредитування. До інструментів прямого кредитування належать селективні кредити, дисконтні механізми та субсидування відсоткових ставок» [10, с. 26].

Підвищення дієвості відсоткової політики як інструмента, який спроможний сприяти створенню сприятливих умов для активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарю-

вання, потребує визначення шляхів надходження в економіку довгих грошей, тому що саме довгі гроші створюють основу для зниження загального рівня відсоткових ставок в економіці, створюють умови для активізації інвестиційної діяльності, забезпечують можливість для структурної перебудови економіки. З іншого боку, для відновлення економічного зростання, активізації інвестиційних процесів у країні необхідно не лише загальне зниження рівня відсоткових ставок в економіці, а й створення механізму, який би забезпечував перерозподіл кредитних ресурсів у пріоритетні сектори економіки, які спроможні вивести країну з кризового стану та надати імпульс для подальшого розвитку

У зв'язку із цим, механізм реалізації відсоткової політики повинен передбачати не лише зміну облікової стави і відповідно коригування ставок рефінансування центрального банку, а має бути реалізований разом із механізмом рефінансування центральним банком комерційних банків і регулювати в цілому умови кредитування центральним банком комерційних банків. При цьому доцільно перед застосуванням механізму короткострокового рефінансування передбачити також і запровадження механізму довгострокового рефінансування банків, з відповідним встановленням диференційованих відсоткових ставок за цими кредитами рефінансування, що дасть можливість спрямовувати довгострокові ресурси на інвестиційні потреби реального сектора.

**Висновки з цього дослідження.** Поглиблення економічного спаду відбулося внаслідок скорочення внутрішнього попиту як споживчого, так і інвестиційного, що є результатом суттєвої девальвації гривні, проведенням НБУ жорсткої грошово-кредитної політики, високих інвестиційних ризиків. З метою посилення впливу НБУ на перебіг процесів у реальному секторі економіки необхідно, щоб у монетарній політиці НБУ був передбачений комплекс заходів, які були б спрямовані не лише на зниження вартості кредитних ресурсів в економіці та їх доступності, а й забезпечували структурне коригування грошових потоків в економіці, створювали б умови для переважного спрямування грошових потоків на інноваційно-інвестиційні потреби реальної економіки, стимулювали б банки сконцентрувати свою діяльність саме на кредитуванні інвестиційних проєктів у пріоритетних галузях економіки.

## ЛІТЕРАТУРА:

1. Збитковий депозит [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://expert.ru/2009/08/28/riks>.
2. МВФ підтримує від'ємні відсоткові ставки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.com.ua/2016/04/08/17379183>.
3. Відсоткові ставки центральних банків / ФорексУкраїна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forexua.com.ua>.
4. Річний звіт НБУ за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>.
5. Інфляційний звіт НБУ за січень 2016 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2703342>.
6. Левченко Р. Формування та реалізації монетарної політики НБУ в контексті переходу до інфляційного таргетування / Р. Левченко // Соціально-економічні проблеми та держава. – 2015. – Вип. 1 (12). – С. 256–265. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2015/15lrvdit.pdf>.
7. Унковська Т. Проблеми монетарної політики НБУ та необхідні напрями її реформування / Т. Унковська, М. Джус // Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки: матеріали науково-практичної конференції. – К.: ДВНЗ Університет банківської справи, 2016. – 339 с.
8. Гальчинський А. У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ / А. Гальчинський // Дзеркало тижня. Україна. 2016. – № 11. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu_.html).
9. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив неї облікової ставки: інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О. Кіреєва. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 84 с.
10. Дзюблюк О. Ефективність монетарного впливу центрального банку на кредитне стимулювання розвитку виробництва / О. Дзюблюк, Г. Забчук // Фінанси України. – 2012. – № 7. – С. 17–27.