

# ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РЕЖИМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

## Резюме

Внаслідок комплексу негативних обставин рівень інфляції в Україні у 2014 р. склав 24,9 %, а у 2015 р. зріс до неприйнятної позначки 43,3 %, що створило загрози для фінансової стабільності держави. Одним із заходів, впроваджених у відповідь на серйозні виклики у фінансовій сфері, став перехід НБУ до режиму інфляційного таргетування. Проте його реалізація в Україні стикається з низкою труднощів, що ускладнили досягнення мети щодо зниження рівню інфляції до однозначного (менше 10 %) показника протягом 2016-2018 рр.

Подальші дії держави щодо підвищення ефективності функціонування режиму інфляційного таргетування мають включати: *для досягнення цілей інфляційного таргетування щодо забезпечення цінової стабільності:* обмеження прихованої грошової емісії; мінімізація обсягів рекапіталізації державних банків; накопичення міжнародних резервів до планового рівня; збереження відносно високої вартості гривні; реалізація виваженої бюджетної політики; усунення квазіфіскальних дисбалансів; обмеження продажу банкам державних цінних паперів; поступове зниження облікової ставки як орієнтира для здешевлення кредитних ресурсів; *для створення необхідних внутрішніх та зовнішніх умов, що забезпечують успішне функціонування режиму інфляційного таргетування:* у валютно-курсовій сфері: згладжування лише надмірних коливань курсу; стимулювання повернення валюти експортерами; у бюджетно-податковій сфері: розвиток середньострокового бюджетного планування; підвищення відповідальності розпорядників бюджетних коштів; дотримання принципу стабільності податкового законодавства; проведення комплексу заходів щодо детінізації економіки; імплементація правил BEPS; у борговій сфері: розширення системи оцінки боргових ризиків; скорочення частки валютної складової суверенного боргу; унеможливлення державних запозичень понад бюджетні показники; збільшення частки внутрішніх інструментів у структурі державного боргу; подовження строку обігу державних цінних паперів; посилення прозорості щодо спрямування залучених коштів; залучення заощаджень населення у боргові інструменти; у банківській сфері: приведення нормативів капіталу у відповідність до вимог Базеля III; реформування державних банків з подальшою частковою їх приватизацією; активізація продажу майна проблемних банків; підвищення гарантованої суми вкладів населення; заходи щодо зниження ризиків кредитування бізнесу.

Практична реалізація цих заходів має підвищити ефективність функціонування режиму інфляційного таргетування, наслідком застосування якого має бути зниження рівня інфляції, що є необхідною передумовою прискорення економічного зростання та забезпечення конкурентоспроможності України.

## ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РЕЖИМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Негативну динаміку інфляції в Україні в останні роки (2014 р. – 24,9 % (проти 0,5 % у 2013 р), 2015 р. – 43,3 %, 2016 р. – 12,4 %, 2017 р. – 13,7 %) обумовила внутрішня вразливість вітчизняної фінансової системи, яку загострила військова агресія проти України. :

Аналіз впливу чинників на рівень інфляції в Україні у 2014-2018 рр. засвідчує, що найбільш впливовими серед них, що визначальною мірою обумовили негативну цінову динаміку в останні роки, були монетарні та зовнішні чинники, при тому, що вплив НБУ на значну частину інфляційних чинників виявився суттєво обмеженим.

*Одним із заходів, впроваджених в Україні у відповідь на надзвичайно серйозні виклики у фінансовій сфері в цей період, був перехід до режиму інфляційного таргетування.*

На момент впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування, станом на кінець 2015 р., такий режим вже був впроваджений в 36 країнах, у т.ч. в 11 розвинутих та 25 країнах з перехідною економікою<sup>1</sup>. У 2016 р. кількість країн з режимом інфляційного таргетування зросла до 38<sup>2</sup>. При цьому за 10 попередніх років була сформована стійка тенденція зростання кількості країн, що використовують режим інфляційного таргетування (з 24 країн у 2006 р. до 38 у 2016 р.) на тлі скорочення кількості країн, що використовують режим курсового таргетування (з 96 країн у 2006 р. до 82 у 2016 р.) та режим монетарного таргетування (з 31 країни у 2006 р. до 24 у 2016 р.)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Klaus Schmidt-Hebbel, Martin Carrasco (2016), “The past and Future of Inflation Targeting” [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016\\_XVIII\\_Sem\\_Anuar\\_Metas\\_InfBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf](https://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIII_Sem_Anuar_Metas_InfBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf)

<sup>2</sup> IMF, Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2016 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>

<sup>3</sup> Там само

*Перехід до режиму інфляційного таргетування в Україні відбувався в три етапи<sup>4</sup>:*

1. До 2015 р. відбувалось *створення технічних передумов*, що передбачали початок реформування НБУ, побудову макроекономічних моделей та перехід до квартального прогнозного циклу.

2. У першій половині 2015 р. відбувалось *створення інституційних передумов*, що передбачали зміни в процесі прийняття рішень щодо монетарної політики, організацію щоквартальної публікації Інфляційного звіту НБУ, розробку проекту Стратегії монетарної політики на 2016-2020 рр.

3. У 2015-2016 рр. відбувалось *безпосереднє впровадження режиму інфляційного таргетування*, що передбачало проведення монетарної політики, спрямованої на цінову стабільність, прийняття рішень згідно з оголошеним графіком та розвиток системних комунікацій з монетарної політики.

Основні цілі поточного монетарного режиму в Україні полягають у *досягненні однозначного (менше 10 %) показника інфляції та подальшому нарощенні міжнародних резервів*. Основними параметрами поточної кредитно-грошової політики держави є *плаваючий валютний курс та процентна ставка як основний регулюючий інструмент*.

Теоретичні принципи функціонування системи інфляційного таргетування, що знайшли своє відображення у «Дорожній карті Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ)»<sup>5</sup>, передбачають досягнення основних цілей режиму інфляційного таргетування в Україні за рахунок: проведення процентної політики, що відповідає інфляційним цілям (збереження відносно високої вартості гривні за рахунок високих процентних ставок, отже, *дотримання політики «дорогих грошей»*), *згладжування інтервенціями лише надмірних коливань валютного курсу без активної протидії стійким тенденціям знецінення/зміцнення гривні;*

---

<sup>4</sup> Ніколайчук С. Реалізація режиму інфляційного таргетування в Україні. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49122259>

<sup>5</sup> Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ) [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>

*відсутності фіскального домінування над монетарною політикою (прямої чи непрямой підтримки бюджетних видатків з боку НБУ); виваженої бюджетної політики (обмеження бюджетного дефіциту та уникнення позапланового підвищення соціальних видатків); усунення квазіфіскальних дисбалансів (прихованого бюджетного дефіциту, що покривається емісійним шляхом або зростанням боргу) в частині приведення адміністративного регульованих цін до ринково обґрунтованих рівнів відповідно до затвердженого графіку.*

Важливими умовами ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні є:

*- відсутність фіскального домінування.* У країні, в якій практикується фіскальне домінування, в уряді періодично з'являється спокуса звернутись до Центрального банку за фінансуванням, і якщо регулятор задовольняє ці прохання, боргові зобов'язання держави починають нагромаджуватись на балансах центрального або державних банків, що негативно впливає на майбутню цінову динаміку після монетизації цих цінних паперів. Лише у 2014 р., коли Україна потерпала від військового конфлікту на сході, НБУ був змушений профінансувати майже 40 % зведеного бюджету країни; протягом 2015-2018рр. тенденція накопичення державних цінних паперів на балансі НБУ була спочатку зупинена, а потім розвернута у зворотному напрямі: на 01.01.2015р. – 326 млрд грн, 01.01.2016р. – 402 млрд грн, 01.01.2017р. – 392 млрд грн, 01.01.2018р. – 370 млрд грн, 01.10.2018р. – 363 млрд грн.

*- підвищення обізнаності та розуміння громадськістю монетарної політики НБУ* для мінімізації психологічного чинника інфляції, що полягає у невизначених або негативних інфляційних очікуваннях населення та суб'єктів господарювання. Основними складовими процесу підвищення обізнаності населення щодо монетарної політики регулятора є: регулярні комунікаційні заходи навколо рішень з монетарної політики, щомісячна публікація коментарів НБУ щодо інфляції<sup>6</sup> та щоквартальне видання Інфляційного звіту

---

<sup>6</sup> Національний банк зберіг прогноз з інфляції на 2017-2019 в межах цільових орієнтирів [Електронний ресурс] – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=51889291&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=51889291&cat_id=55838)

НБУ<sup>7</sup>; проведення публічних заходів з різними цільовими групами (топ-менеджери банків, представники бізнесу, експерти, студентство тощо); створення на регулярне наповнення окремого розділу «Монетарна політика» на сайті НБУ<sup>8</sup>;

- *активний розвиток в Україні фінансового сектора в контексті підвищення ефективності механізму монетарної трансмісії як ключового елементу режиму інфляційного таргетування. У межах цього напрямку вже завершений основний і найбільш болючий етап очищення банківської системи; відбулось повернення Міністерства фінансів України на внутрішній ринок державного боргу; був запроваджений Український індекс міжбанківських ставок (UIPR)<sup>9</sup>. Плани НБУ передбачають розвиток первинного і вторинного ринку державних цінних паперів та ринку міжбанківських кредитів (у тому числі, публікацію прогнозу ліквідності та розвиток ринку деривативів); подальший розвиток та лібералізацію валютного ринку за рахунок остаточного скасування адміністративних обмежень та розвитку інструментів хеджування; завершення докапіталізації банків, обмеження операцій з пов'язаними особами, надійного законодавчого забезпечення прав кредиторів, інвесторів, споживачів, що сприятиме відновленню довіри до фінансової системи<sup>10</sup>.*

*Далі проаналізуємо ступінь досягнення цілей запровадженого в Україні режиму інфляційного таргетування за 2017-2018 рр. та визначимо чинники, що можуть знизити його результативність у середньостроковій перспективі.*

*Основними цілями режиму інфляційного таргетування в Україні були визначені<sup>11</sup>:*

<sup>7</sup> Інфляційний звіт. Липень 2017 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51889286>

<sup>8</sup> Монетарна політика. [Електронний ресурс] – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=875457&cat\\_id=71412](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=875457&cat_id=71412)

<sup>9</sup> Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>

<sup>10</sup> Там само

<sup>11</sup> Інфляційний звіт. Липень 2017 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51889286>

- цільовий орієнтир інфляції: кінець 2017 р. – 8 % +/- 2 в.п., кінець 2018 р. – 6 % +/- 2 в.п., кінець 2019 р. – 5 % +/- 1 в.п.;
- обсяг міжнародних резервів: кінець 2017 р. – 20,0 млрд дол. США, кінець 2018 р. – 27,1 млрд дол. США, кінець 2019 р. – 25,7 млрд дол. США.

За результатами 2017 р. фактичне значення ІСЦ становило 13,7 %, обсяг міжнародних резервів 01.01.2018 р. становив 18,8 млрд дол. США. Таким чином, *обидві проголошені цілі не були досягнуті*, зокрема, внаслідок економічно необґрунтованого підвищення соціальних видатків бюджету, значних додаткових витрат на рекапіталізацію державних банків, призупинення зовнішнього фінансування з боку міжнародних кредиторів, інших негативних чинників.

У 2018 році інфляція уповільнювалася у річному вимірі, зокрема:

у I кварталі 2018 р. рівень інфляції у річному вимірі склав 13,2 % (у т.ч. базова – 9,4 %, не базова – 17,9 %);

у II кварталі 2018 р. рівень інфляції у річному вимірі уповільнився до 9,9 % (у т.ч. базова – 9,0 %, не базова – 10,3 %);

у III кварталі 2018 р. споживча інфляція уповільнилась у річному вимірі до 8,9 %, наблизившись до верхньої межі цільового діапазону, встановленого «Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 р. та середньострокову перспективу» (6,5 % ± 2 в.п. станом на кінець III кварталу 2018 р.). Проте зниження інфляції було повільнішим, ніж прогнозував НБУ в «Інфляційному звіті» за липень 2018 р.<sup>12</sup> (8,9 % на кінець року). Зниження інфляції у III кварталі 2018 р.<sup>13</sup> відбулось, у першу чергу, завдяки уповільненню зростання цін на продукти харчування. У жовтні 2018 р. споживча інфляція знов прискорила до 9,5 % р/р. Як і очікувалося, фундаментальний інфляційний тиск залишився значним, що пов'язано зі збільшенням витрат, у тому числі на оплату праці, та стійким внутрішнім

<sup>12</sup> Інфляційний звіт. Липень 2018 р., с. 49 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73913117>

<sup>13</sup> Інфляційний звіт. Жовтень 2018 р., с. 3 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=80865521>

попитом. Також очікувано посилився вплив на внутрішні ціни унаслідок підвищення світових цін на енергоресурси та зернові. Зважаючи на опубліковані дані, НБУ очікує, що на тлі підвищення адміністративно-регульованих цін і тарифів на кінець 2018 р. інфляція досягне 10,1 %<sup>14</sup>.

Посилення ризиків для зниження інфляції до середньострокової цілі зумовило необхідність здійснення жорсткої монетарної політики. З початку 2018 р. НБУ 4 рази підвищував облікову ставку та збільшив її загалом з 14,5 до 18,0 % річних. Ці підвищення призводили до зростання дохідності міжбанківських кредитів у національній валюті та дохідності ОВДП. При цьому в реальному вимірі (з урахуванням зміни курсу) дохідність гривневих облігацій залишалася однією з найвищих серед країн, що розвиваються. Загалом це дозволило пом'якшити вплив іноземного капіталу з портфельних інвестицій на тлі зниження зацікавленості інвесторів у активах країн, що розвиваються.

Поточний (станом на листопад 2018 р.) *прогноз НБУ щодо основних цілей інфляційного таргетування* передбачає досягнення таких показників<sup>15</sup>:

- ІСЦ (рівень інфляції): кінець 2018 р. – 10,1 %, кінець 2019 р. – 6,3 %, кінець 2020 р. – 5 %;

- обсяг міжнародних резервів: кінець 2018 р. – 19,2 млрд дол. США, кінець 2019 р. – 18,6 млрд дол. США, кінець 2020 р. – 19,1 млрд дол. США.

*Ключовими чинниками, що негативно впливатимуть на цінову динаміку протягом 2019 р., можуть стати*<sup>16,17</sup>:

- погіршення девальваційних та інфляційних очікувань, що можуть реалізуватися за рахунок традиційного посилення невизначеності у період

<sup>14</sup> Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у жовтні 2018 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=81328599&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=81328599&cat_id=55838)

<sup>15</sup> Інфляційний звіт. Жовтень 2018 р., с. 60 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=80865521>

<sup>16</sup> Пропозиції Правління НБУ до Основних засад грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51942273>

<sup>17</sup> Інфляційний звіт. Жовтень 2018 р., с. 5, 48 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=80865521>

розгортання нового політичного циклу, можливої ескалації бойових дій на Сході країни,

- погіршення зовнішніх умов (активізація торговельних війн найбільших економік світу, насамперед – США та КНР, що може спричинити уповільнення світової торгівлі та надлишок пропозиції сировинних товарів з відповідним тиском на ціни в бік зниження), у такому випадку валютні надходження від експорту скорочуватимуться з відповідним тиском на обмінний курс гривні та, відповідно, інфляцію);

- збільшення світових цін на енергоносії та пшеницю;
- зростання адміністративно регульованих тарифів;
- підвищення рівня оплати праці та пенсій, пов'язане з виборчим циклом;

- активізація впливу робочої сили з України, що підвищує диспропорції між попитом та пропозицією на ринку праці з подальшим зростанням заробітних плат та локальним дефіцитом кваліфікованих працівників, що стримує потенціал економічного зростання, а також чинить тиск на рівень цін в економіці;

- повільне впровадження реформ, передбачених спільною програмою України з МВФ, що може спровокувати припинення зовнішнього кредитування.

*Аналіз процесу впровадження та дотримання в Україні режиму інфляційного таргетування дає змогу сформулювати наступні висновки щодо його результативності в останні роки.*

- В Україні впровадження режиму інфляційного таргетування у 2017 та 2018 рр. поки що характеризується невиконанням проголошених цілей як у частині зростання інфляції, так і щодо проголошеного планового обсягу міжнародних резервів.

- Проблеми ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні частково пов'язані із обмеженими можливостями



НБУ впливати на такі чинники інфляції в Україні, що пов'язані із *бюджетно-борговою сферою* (планування та виконання Державного бюджету, високе боргове навантаження в державному секторі, адміністративно регульовані ціни, рівень мінімальних заробітних плат та доходів працівників державного сектору, політика щодо зайнятості населення, ділова активність), *впливом зовнішніх чинників* (ціни на зовнішніх ринках, рівень інфляції в країнах-партнерах, приватні грошові перекази з-за кордону). У цих умовах необхідна координація зусиль НБУ з урядом та парламентом, що разом можуть забезпечити підтримку зусиль регулятора, спрямованих на досягнення оголошених цільових орієнтирів інфляційного таргетування. Натомість супроводжуючі заходи мають включати широкий пакет структурних, фіскальних та інституціональних реформ.

- Важливим чинником успішності запровадження інфляційного таргетування є відсутність фіскального домінування над монетарним сектором. Проявом фіскального домінування є спрямування ліквідності банківської системи на фінансування державного боргу, внаслідок чого в економіці спрацьовує так званий ефект витіснення (банки замість кредитування бізнесу кредитують державу), що при інших рівних зменшує інвестиції в реальний сектор економіки та гальмує економічне зростання<sup>18</sup>. Станом на 01.11.2018 р. в портфелі НБУ обліковується ОВДП на загальну суму 370 млрд грн., у портфелях комерційних банків – 401 млрд грн, що є ознакою збереження в Україні практики фіскального домінування над монетарним сектором.

- Проголошена НБУ процентна політика, що має відповідати визначеним інфляційним цілям (збереження відносно високих процентних ставок), не завжди була адекватна практиці зниження ним облікової ставки (з 28.08.2015 р. – з 30 до 27 %, з 25.09.2015 р. – до 22 %, з 22.04.2016 р. – до 19 %, з 27.05.2016 р. – до 18 %, з 24.06.2016 р. – до 16,5 %, з 29.07.2016 р. – до

---

<sup>18</sup> Петрик О. Домисли та реалії інфляційного таргетування [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://dt.ua/macrolevel/domisli-ta-realiyi-inflyaciynogo-targetuvannya-248480\\_.html](https://dt.ua/macrolevel/domisli-ta-realiyi-inflyaciynogo-targetuvannya-248480_.html)

15,5 %, з 16.09.2016 р. – до 15 %, з 28.10.2016 р. – до 14 %, з 14.04.2017 р. – до 13 %, з 26.05.2017 р. – до 12,5 %) <sup>19</sup>. На цьому відносно низькому рівні облікова ставка перебувала протягом п'яти місяців, до 27.10.2017 р., коли було прийнято рішення про її поступове підвищення. При цьому НБУ неодноразово наголошував, що рівень облікової ставки має бути вищим за рівень інфляції. Значення фактичного показника інфляції за 2017 р. (13,7 %) дає підстави стверджувати, що НБУ дещо передчасно знизив облікову ставку нижче 14 % з метою формування вектору здешевлення кредитних ресурсів для активізації процесів кредитування та економічного зростання, що негативно позначилось на інфляції.

Таким чином, можливості успішного застосування режиму інфляційного таргетування у практиці реалізації монетарної політики НБУ виявилися суттєво обмеженими дією низки об'єктивних чинників і макроекономічних умов та вадами практичної реалізації НБУ політики «дорогих грошей», а результати – важкопрогнозованими через валютно-курсону нестабільність, низьку ефективність процентного каналу монетарної трансмісії та цінову асиметрію.

У зв'язку із цим, слід використовувати необхідні засоби впливу на динаміку обмінного курсу як ключового параметра стабільності вітчизняної економіки й ефективного функціонування банківської системи країни, приділяючи при цьому необхідну увагу чинникам інфляції, що пов'язані з бюджетно-податковою сферою, у будь-якому разі уникаючи спокуси повернення до домінування фіскальної політики над монетарною, що було притаманне Україні в минулі роки.

***Подальші дії держави у сфері забезпечення цінової стабільності засобами підвищення ефективності функціонування режиму інфляційного таргетування мають передбачати:***

- *для стримування процесу зростання грошової маси, зокрема готівки в*

---

<sup>19</sup> Облікова ставка Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647&cat\\_id=44580](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580)

*обігу:*

*На рівні Національного банку України:*

– утримання грошової емісії в межах параметрів, встановлених державним бюджетом, обмеження купівлі емітованих урядом цінних паперів у портфель НБУ;

*На рівні Кабінету Міністрів України:*

– мінімізацію обсягів рекапіталізації державних банків шляхом поповнення їх статутних фондів ОВДП, що в подальшому монетизуються та збільшують грошову пропозицію;

- *для підтримки стабільного курсу гривні:*

*На рівні Національного банку України:*

– накопичення міжнародних резервів до рівня 19,2 млрд дол. США на кінець 2018 р., 18,6 млрд дол. США на кінець 2019 р., 19,1 млрд дол. США на кінець 2020 р., що передбачено прогнозними оцінками НБУ, а також реалізацію політики їх раціонального використання, що має стати додатковим чинником повернення довіри до гривні та стабілізації її курсу. Джерелами поповнення міжнародних резервів, окрім збільшення експортних надходжень, прямих іноземних інвестицій, приватних переказів фізичних осіб, мають стати кредити від МВФ, отримані Урядом кредити від ЄС та Світового банку;

– згладжування валютними інтервенціями лише надмірних коливань валютного курсу;

– стимулювання своєчасного повернення в Україну валютних коштів підприємств-експортерів, передусім – шляхом поетапного зниження норм обов'язкового продажу їх виручки: на першому етапі – з 50 % до 25 %, на другому етапі – з 25 % до 0 %, що має забезпечити зростання пропозиції безготівкової валюти на міжбанківському ринку;

*На рівні Кабінету Міністрів України:*

– заходи, спрямовані на зменшення від'ємного сальдо торговельного балансу, у першу чергу – через реалізацію домовленостей щодо підвищення розміру квот ЄС на українській експорт та усунення штучно створених

транзитних перешкод на шляху українських товарів до країн СНД через територію РФ;

- *для реалізації політики «дорогих грошей»:*

*На рівні Національного банку України:*

– забезпечення додатного рівня відсоткових ставок НБУ відносно прогнозованої базової інфляції, що має стимулювати депозитну активність вкладників, відновлення ресурсної бази банківської системи та сприятиме зниженню девальваційних та інфляційних очікувань, які значною мірою провокують інфляційні процеси;

- *для забезпечення реалістичності планування та виконання державного бюджету:*

*На рівні Кабінету Міністрів України та Верховної Ради України:*

– реалізацію виваженої бюджетної політики (обмеження планового бюджетного дефіциту та уникнення позапланового підвищення соціальних видатків, що не відповідає рівню підвищення продуктивності праці);

– усунення квазіфіскальних дисбалансів шляхом приведення адміністративного регульованих цін до ринково обґрунтованих рівнів відповідно до затвердженого графіку;

– розвиток середньострокового бюджетного планування на основі вдосконалення застосування програмно-цільового методу на місцевому рівні;

– підвищення відповідальності розпорядників бюджетних коштів за формування та виконання результативних показників бюджетних програм;

– безумовне дотримання принципу стабільності податкового законодавства;

– проведення комплексу заходів щодо детінізації економіки за рахунок інформаційно-аналітичної співпраці різних контролюючих органів, наприклад, в частині легалізації зайнятості – спільними зусиллями фіскальних, пенсійних та органів місцевого самоврядування;

– імплементацію правил BEPS, в т.ч. розвиток контролю трансфертного ціноутворення із запровадженням та міжнародним обміном новим форматом звітності для великих міжнародних груп компаній;

• *для підвищення ефективності боргової політики та зниження рівня боргового навантаження на державу:*

*На рівні Кабінету Міністрів України та Національного банку України:*

– розширення системи оцінки боргових ризиків за рахунок індикаторів та їх граничних значень згідно методики боргової стійкості МВФ, зокрема: спред EMBI Global (критичне значення – 600 б.п.); поточна потреба у фінансуванні до ВВП, (15 %); частка боргу, номінованого в іноземній валюті (60 %); зміна короткострокового боргу в загальній структурі державного боргу (1 %); частка державного боргу, що утримується нерезидентами (45 %);

– скорочення частки валютної складової суверенного боргу шляхом рефінансування валютних виплат за внутрішніми інструментами (залучення іноземних інвестицій у гривневі ОВДП);

– збільшення питомої ваги внутрішніх боргових інструментів у загальній структурі фінансування дефіциту бюджету, що дозволить зменшити частку зовнішніх запозичень та послабити валютні ризики;

– подовження середнього строку обігу державних цінних паперів за рахунок розширення бази інвесторів у середньо- та довгострокові інструменти, що сприятиме уникненню нерівномірності боргових платежів та зниженню ризику рефінансування боргу;

– посилення публічності та прозорості в питаннях спрямування залучених коштів, зокрема, створення інструмента контролю за витрачанням запозичених коштів у вигляді відповідного щорічного звіту Міністерства фінансів України;

– проведення заходів щодо залучення заощаджень домогосподарств у боргові інструменти як альтернативи зовнішнім кредитам;

*На рівні Кабінету Міністрів України та Верховної Ради України:*

– законодавче закріплення заборони здійснення державних запозичень понад обсяги, передбачені «Законом про Державний бюджет» і коригування граничного обсягу державного боргу в процесі виконання державного бюджету на відповідний рік;

- *для підтримки фінансової стабільності банківської системи:*

*На рівні Національного банку України:*

– приведення нормативів капіталу банківської системи у відповідність до вимог Базеля III<sup>20</sup>, досягнення у середньостроковій перспективі рівня достатності капіталу банківської системи загалом, що перевищує 10 %, відповідно до концептуальних засад Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року<sup>21</sup>;

*На рівні Кабінету Міністрів України та Національного банку України:*

– реформування державних банків у напрямку підвищення стандартів корпоративного управління за рахунок впровадження кращих практик приватного сектору з подальшою частковою їх приватизацією, що зумовить зменшення їх кількості та впливу на економіку країни;

*На рівні Фонду гарантування вкладів фізичних осіб України:*

– активізацію продажу майна проблемних банків, що знаходиться у заставі НБУ по кредитах рефінансування, з метою оперативного повернення коштів, наданих банкам, які пізніше були виведені з ринку. Одним із варіантів такого продажу є використання електронної платформи [Zakupki.Prom.ua](http://Zakupki.Prom.ua)<sup>22</sup> – майданчику державних і комерційних торгів, що є офіційним учасником системи електронних державних закупівель ProZorro;

<sup>20</sup> Основні принципи ефективного банківського нагляду (Основні Базельські принципи) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45251>; Базель III як банківська карта євроінтеграції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eurointegration.com.ua/experts/2014/07/8/7024038>

<sup>21</sup> Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]. – С. 7, 13. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>

<sup>22</sup> Національний банк успішно реалізував нерухомість, отриману в рахунок погашення боргів банків перед регулятором [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=65869934&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65869934&cat_id=55838)

- *для стимулювання активності населення на депозитному ринку:*

*На рівні Фонду гарантування вкладів фізичних осіб України:*

– поступове підвищення гарантованої державою суми відшкодування вкладів фізичних осіб, що не змінювалась з 2012 року (на першому етапі – до 300-400 тис. грн.). З метою мінімізації ризиків для державного бюджету новий розмір максимального відшкодування повинен діяти лише для нових строкових депозитів у банках. Передумовами повернення довіри фізичних осіб до банків та активізації залучення у банківську систему їх заощаджень мають стати також досягнення політичної стабільності після завершення виборчого циклу 2019 р. та досягнення тривалої курсової стабільності;

- *для активізації процесу банківського кредитування юридичних осіб:*

*На рівні Кабінету Міністрів України та Національного банку України:*

– поступове зниження дохідності державних цінних паперів (як боргових облігацій уряду, так і сертифікатів НБУ) задля скорочення обсягів їх купівлі банками з метою активізації кредитування банками корпоративних позичальників на тлі активних дій уряду щодо стимулювання економічного розвитку базових галузей економіки;

*На рівні Кабінету Міністрів України та Верховної Ради України:*

– комплекс заходів щодо мінімізації ризиків кредитування бізнесу, що лежить у площині захисту прав кредитора, справедливої судової системи, якості застави та відсутності надійних позичальників. Усунення цих перепон стимулюватиме банки надавати кредити бізнесу;

– здійснення заходів щодо попередження кредитних ризиків банків та управління існуючою заборгованістю завдяки: ухваленню та імплементації положень нового Закону України «Про діяльність з управління заборгованістю»<sup>23</sup>, розробленого за участю ЄБРР та підтриманого НБУ, який унормовує процес створення компаній з управління заборгованістю, що

<sup>23</sup> Національний банк України підтримує розроблений групою фахівців під керівництвом консультанта Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР) проект Закону України "Про діяльність з управління заборгованістю" [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/article/59167525?annId=59167526&timestamp=1511193039000>

сприятиме вирішенню проблеми «токсичних» активів у банківській системі, полегшить прихід приватного капіталу на ринок проблемних активів та допоможе відновленню активного кредитування в Україні; створенню спеціального агентства (державної форми власності) для купівлі проблемних активів за ринковою ціною у державних банків<sup>24</sup>; яке б супроводжувало ці кредити вздовж усього ланцюжка роботи з ними; прийняттю заходів щодо поліпшення якості проблемного кредитного портфеля на рівні окремих банків: реструктуризації проблемної заборгованості (продлонгації строків кредитування, зниження процентної ставки, переоформлення заставного майна, укладення договорів поруки з власниками бізнесу тощо), активізації претензійної роботи, продажу заставного майна, списання проблемних кредитів з балансу тощо;

*На рівні Національного банку України:*

– поступове (на тлі стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках) зниження рівня облікової ставки як орієнтира для здешевлення кредитних ресурсів для реального сектору економіки.

Практична реалізація цих заходів має підвищити ефективність функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні та знизити інфляцію, що є необхідною передумовою економічного зростання та забезпечення конкурентоспроможності країни.

Гладких Д.М.  
відділ фінансової безпеки  
Національний інститут стратегічних досліджень,  
грудень 2018 р.

---

<sup>24</sup> Акчакоча Е. Як вирішити проблему непрацюючих кредитів [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/enhin-akchakocha/jak-virishiti-problemu-nepratsjuuchikh-kreditiv-2503567.html>