

ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЦЕНТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

Останнім часом жваво дискутується тема необхідності запровадження в Україні таргетування інфляції та необхідних для цього умов. Як свідчить іноземний досвід, ефективність таргетування інфляції напряму залежить від дії трансмісійного механізму. Для успішного таргетування інфляції процентна політика має здійснювати ефективний вплив на рівень відсоткових ставок в економіці, які, в свою чергу, впливають на сукупний попит, та, через нього, на інфляцію [2].

Аналізуючи дані щодо відсоткових ставок в Україні, можна говорити про однонаправленість змін облікової ставки НБУ та відсоткових ставок банків (підвищення облікової ставки НБУ призводить до підвищення відсоткових ставок за кредитами і депозитами, і навпаки). Проте хоча тенденції в динаміці облікової ставки НБУ і відсоткових ставок банків співпадають, рівень зміни не завжди є відповідним (табл. 1).

Економетричний аналіз, проведений Центром наукових досліджень НБУ під час дослідження на тему “Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки” [1] показав, що зміна вартості кредитних ресурсів в Україні у 2001-2003 рр. на 41,4 % пояснювалась змінами у динаміці проблемних кредитів, на 36,3 % – зміною відсоткових ставок за депозитами і на 30 % – змінами в ефективності банківського управління (рівні непроцентних витрат). При цьому статистично значимого зв’язку між динамікою відсоткової ставки за кредитами та інфляцією (розглядалися як споживчі ціни, так і ціни виробників) виявлено не було, але можна припустити, що такий зв’язок опосередковано мав місце через динаміку відсоткових ставок за депозитами. Можна також припустити, що вплив процентної політики НБУ на вартість кредитних ресурсів також мав місце через динаміку відсоткових ставок за депозитами, оскільки вона є ціною ресурсів для банку на “роздрібному” ринку, тоді як процентна політика НБУ має вплив на ціну ресурсів на “оптовому”, тобто міжбанківському ринку.

Динаміка облікової ставки НБУ, відсоткових ставок банків за кредитами в національній валюті

Рік	Облікова ставка, %	Динаміка до попереднього року, разів	Відсоткова ставка за кредитами в національній валюті, %	Динаміка до попереднього року, разів
1996	62,3	↓ 2,1	77,0	↓1,40
1997	24,6	↓ 2,5	49,1	↓1,60
1998	61,6	↑ 2,5	55,4	↑1,10
1999	50,0	↓ 1,2	53,6	↓1,03
2000	30,6	↓ 1,6	40,3	↓1,30
2001	19,7	↓ 1,5	31,9	↓1,30
2002	9,5	↓ 2,1	24,8	↓1,30
2003	7,0	↓ 1,4	17,9	↓ 1,40

Таким чином, вплив процентної політики НБУ на вартість кредитних ресурсів обмежується впливом його операцій на рівень короткострокових відсоткових ставок на міжбанківському кредитному ринку. Як відомо, здатність центрального банку через проведення власних операцій впливати на відсоткові ставки на міжбанківському кредитному ринку є першою ланкою трансмісійного механізму [3]. Тобто першим кроком для підвищення ефективності процентної політики НБУ має бути підтримка більш тісного зв'язку між офіційними відсотковими ставками НБУ (зокрема, обліковою ставкою) та відсотковими ставками на міжбанківському ринку.

Як видно з рис. 1, при фактичній незмінності облікової ставки та фактичної ставки за інструментами рефінансування НБУ протягом періоду з січня 2003 р. по липень 2004 р. ставки за кредитами на міжбанківському ринку не були стабільними. Протягом більшого проміжку часу вони були меншими за офіційні відсоткові ставки НБУ, а наприкінці 2004 р. – значно вищими.

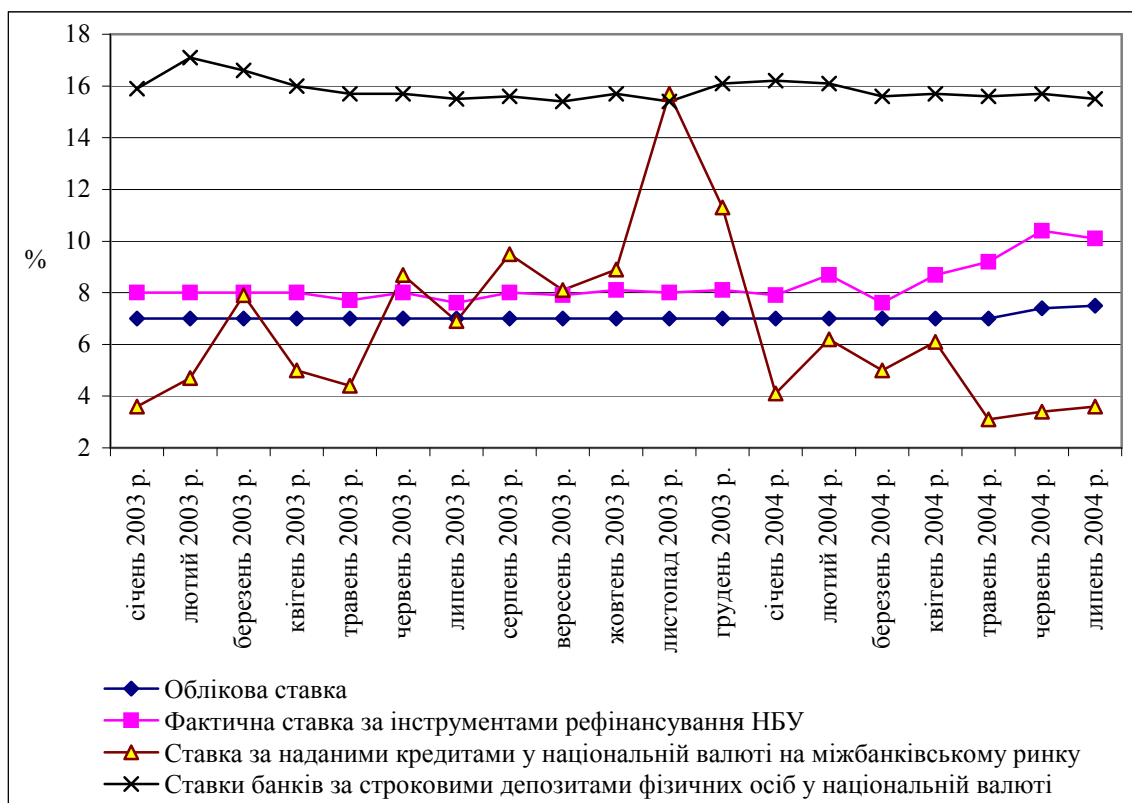


Рис. 1. Відсоткові ставки НБУ та на міжбанківському ринку (Джерело: Бюлетень НБУ)

Приклади Англії, США, Європейського центрального банку та Польщі, розглянуті у вищезазначеному дослідженні, показали, що в цих країнах відсоткові ставки на міжбанківському ринку є близькими до центральної офіційної ставки центрального банку, і практично не виходять за межі коридору, сформованого офіційними відсотковими ставками центрального банку (зазвичай, ставка за кредитами овернайт виступає як верхня межа коридору, а за депозитами овернайт – як нижня) [1].

Емпіричний аналіз, проведений під час дослідження на тему “Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки” вказав на зв’язок у 2001-2003 рр. різкого підвищення відсоткових ставок на міжбанківському ринку та відповідного значного зростання обсягів рефінансування НБУ із змінами залишків коштів на рахунках Уряду в НБУ.

У дослідженні ЦНД НБУ “Вдосконалення координації грошово-кредитної і фіскальної політики” було проведено економетричний аналіз тижневих даних за 2003 рік, метою якого було встановити причини шоків криз ліквідності на міжбанківському ринку, що проявлялись у різкому збільшенні обсягів рефінансування НБУ.

В результаті аналізу було з’ясовано, що включення до регресії тільки одного фактора, а саме зміни залишків коштів на рахунках Уряду в НБУ, не дозволяє отримати статистично значимий результат (зокрема, значення F-тесту та коефіцієнта детермінації знаходилися значно нижче критичного

рівня, проте аналіз t -тестів для коефіцієнтів регресії показав, що фактор може бути впливом, але за наявності інших чинників).

Результати моделі значно покращились при включенні до неї таких факторів, що характеризують постачання ліквідності іншими каналами (зокрема, через валютний ринок) та зміну потреби у ліквідності банків. Так, до моделі були включені показники темпів приросту валютних резервів Національного банку України, що характеризують проведення інтервенцій на валютному ринку, абсолютного приросту різниці між сукупними наданими кредитами і залученими депозитами, що характеризує виникнення додаткової потреби у ліквідності з боку банків, а також показник сезонної ділової активності, який приймає значення 0 протягом святкових та літніх періодів року. Були отримані наступні результати:

$$Y = -780,64 + 0,96x_1 + 427,4x_2 - 0,5x_3 + 1027,8x_4, \quad (1)$$

де x_1 – абсолютний приріст залишків на ЄКР;

x_2 – абсолютний приріст різниці між сукупними наданими кредитами і залученими депозитами;

x_3 – темпи приросту валютних резервів Національного банку України, що характеризують проведення інтервенцій на валютному ринку;

x_4 – показник сезонної ділової активності, який приймає значення 0 протягом святкових та літніх періодів року.

Отримана регресія – суттєва, це підтверджує значення F -тесту ($F = 13$), що перевищує критичне значення. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,54$ або 54 %. Аналіз t -тестів показує, що суттєвими є всі змінні. Статистика Дурбина-Уатсона становить: $DW = 1,77$. Відносно низьке значення коефіцієнта детермінації може пояснюватись тим, що ми ставимо за мету дослідження тих випадків рефінансування, коли ситуація на грошовому ринку дестабілізується і не розглядаються “нешокові” випадки рефінансування та вплив інших мікроекономічних факторів (великих разових операцій окремих банків).

Усі знаки регресії відповідають положенням економічної теорії. Так, від’ємне значення змінної темпів приросту валютних резервів Національного банку України пояснюється тим, що зростання позитивного сальдо валютних резервів призведе до розширення пропозиції грошей, і потреба у рефінансуванні зменшуватиметься. Усі інші показники (крім автономного споживання) – позитивні. Звертає на себе увагу від’ємне значення автономного споживання. Його можна охарактеризувати наступним чином: якщо вплив інших факторів дорівнює нулю, то потреба у рефінансуванні відсутня, навпаки, існує надлишкова ліквідність і потреба у скороченні грошової маси. Хоча це не зовсім співвідноситься із поняттями економічної теорії і умовами реальної економіки, яка вимагає адекватного своєму розвитку розширення грошової маси, це може бути пояснено постійним існуванням надлишкової ліквідності в банківській системі України, що й демонструє модель.

Аналіз стандартизованих коефіцієнтів показав, що найбільш впливовим є абсолютний приріст різниці між сукупними наданими кредитами і

залученими депозитами $\beta = 1,15$; далі за впливом йдуть темпи приросту валютних резервів Національного банку України $\beta = -0,41$; останнім фактором є абсолютний приріст залишків на ЄКР $\beta = 0,29$. Менша вага фактора зміни залишків коштів на ЄКР не знижує його значимості, а вказує на короткостроковий характер його дії.

Проведений аналіз дозволяє зробити наступні висновки:

1. Надмірне зростання залишків на ЄКР є необхідною, але не достатньою умовою дестабілізації міжбанківського ринку та виникнення кризи ліквідності. Його вплив має явно виражений сезонний характер, і є надзвичайно короткостроковим. При цьому основним, глибинним фактором, який створює умови для виникнення кризи ліквідності, є різке збільшення обсягів кредитування банками при відсутності адекватного обсягу залучених депозитів.
2. Зростання різниці між наданими кредитами та депозитами та зміна обсягів інтервенцій самі по собі не призводять до криз ліквідності, оскільки є відносно довгостроковими, а банківська система зазвичай працює в умовах надлишку ліквідності. Криза ліквідності виникає при різкому зростанні залишків коштів на рахунках Уряду в НБУ у надкороткому проміжку часу, яке нівелює надлишкову ліквідність. З огляду на те, що таке зростання є непередбачуваним для Національного банку та банківської системи в цілому, можливості Національного банку щодо вжиття превентивних заходів є вкрай обмеженими.

Проте не лише різкий дефіцит, а й надмірну ліквідність на ринку теж не можна вважати позитивним явищем. Перенасичення ліквідністю ринку не тільки зменшує можливості грошово-кредитної політики НБУ, але може спричинити підвищення темпів інфляції у разі значного одномоментного вливання великих обсягів грошей у економіку, а також утворення “вільного” капіталу, який за відсутності ефективного застосування активно намагатиметься “втекти” за кордон.

Для ілюстрації негативного впливу надлишкової ліквідності на грошовий ринок у дослідженні Центру наукових досліджень “Вдосконалення координації грошово-кредитної і фіскальної політики” було проведено аналіз залежності відсоткових ставок на міжбанківському ринку від надлишкової ліквідності за період з жовтня 2000 р. по січень 2004 р.

За допомогою регресійного аналізу було отримано наступні результати:

$$Y = 15,88 - 0,01 x_1, \quad (2)$$

де x_1 – обсяги надлишкової ліквідності, млн. грн.

Отримана регресія – суттєва, це підтверджує значення F -тесту ($F = 35$), що перевищує критичне значення. Аналіз t -тестів показує, що змінна є суттєвою (t -тест $x_1 = -5,96$). Значення статистики Дурбина-Уатсона дорівнює $DW = 1,39$. Значення коефіцієнта детермінації $R^2 = 0,49$ або 49 % вказує на існування інших факторів, що впливають на відсоткові ставки на міжбанківському ринку.

Таким чином, слід визнати, що статистичні характеристики мають задовільні значення, не дивлячи на відносно низьке значення R^2 . Звичайно, ці характеристики потребують покращення за рахунок включення інших факторів, які впливають на стан міжбанківського ринку, але це виходить за межі дослідження, для цілей якого цілком достатньо ідентифікації тісного зв'язку між відсотковими ставками на міжбанківському ринку та надлишковою ліквідністю.

Як видно з рівняння, значення автономного коефіцієнта, тобто значення відсоткової ставки на міжбанківському ринку, якби на ньому не було надлишкової ліквідності (звичайно, не враховуючи вплив інших, не ідентифікованих нами факторів), дорівнює майже 16 %. Тобто гіпотетично за умови оптимального рівня ліквідності на міжбанківському ринку ринкова ставка тяжіла б до рівня 16 % та, відповідно, існував би значний попит банківської системи на рефінансування від Національного банку України за нижчими ставками. Зростання надлишкової ліквідності знижує це значення, що зумовлює відсутність потреби банків звертатись по рефінансування до НБУ, значно знижує можливості впливу Національного банку на відсоткові ставки на грошовому ринку. Це є головною причиною низької ефективності процентного каналу трансмісійного механізму в Україні, що значно обмежує вплив грошово-кредитної політики на сукупний попит та інфляцію.

Отже, у середньостроковій перспективі із впровадженням таргетування інфляції, з метою підвищення ефективності процентної політики НБУ доцільним було б не допускати як значної надлишкової ліквідності, так і великого дефіциту ліквідності. Традиційним інструментом для цього в розвинутих країнах є або операції на відкритому ринку, або операції репо. З огляду на обмежений обсяг у портфелі банків цінних паперів, що можуть бути використані в цих операціях, зокрема державних цінних паперів, на перехідний період в Україні може здійснюватись регулювання ліквідності через проведення операцій з купівлі чи продажу Національним банком іноземної валюти. У такому випадку валютні операції мають здійснюватись не з метою підтримки стабільності курсу гривні відносно іноземної валюти, як це відбувається зараз, а саме задля підтримки ліквідності банківської системи в межах, близьких до оптимального рівня. Операції з “тонкого регулювання” грошового ринку можуть здійснюватись за допомогою традиційних інструментів (репо, кредити овернайт, депозитні сертифікати) за офіційними відсотковими ставками. При цьому бажаним було б встановлення жорсткого коридору офіційних відсоткових ставок.

Як вже зазначалося, на сьогодні найбільш непередбачуваним компонентом, що впливає на обсяг ліквідності, є зміна залишків коштів на рахунках Уряду в НБУ. На жаль, незважаючи на неодноразові пропозиції з боку НБУ стосовно заходів щодо підвищення ефективності управління бюджетними коштами та системи обміну інформацією між НБУ та Міністерством фінансів, істотних зрушень у цій сфері на сьогодні не спостерігається. Слід констатувати, що налагодження системи достовірного

прогнозування зміни залишків коштів на рахунках Уряду в НБУ та надання відповідної інформації НБУ, є критично необхідним елементом для прогнозуванні ліквідності, без якого неможливо підтримувати ліквідність на оптимальному рівні. З огляду на це необхідним елементом підвищення ефективності процентної політики НБУ є посилення координації між Національним банком та Урядом у цій сфері.

Список літератури

1. Формування вартості кредитів в країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. канд. екон. наук О.І. Кіреєва і канд. екон. наук М.М. Шаповалової. – Київ: Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 84 с.
2. Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, and Mark Zelmer, 2002, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, IMF Working Paper 02/102 (Washington: International Monetary Fund).
3. The Monetary Policy Committee, Bank of England, report “The transmission mechanism of monetary policy”, 1999.