

ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ

FOREIGN EXCHANGE RATE POLICY IN ENSURING FINANCIAL STABILITY OF THE ECONOMY



асистент
кафедри моделювання
складних систем
Сумського державного
університету

Стаття присвячена дослідженню валютної політики НБУ в контексті впливу її інструментів на забезпечення фінансової стабільності економіки України в коротко- та довгостроковій перспективі.

Статья посвящена исследованию валютной политики НБУ в контексте влияния ее инструментов на обеспечение финансовой стабильности экономики Украины в кратко- и долгосрочной перспективе.

The present article is dedicated to investigation of the foreign exchange rate policy of the National bank of Ukraine in terms of the tools' impact to ensure financial stability of the Ukrainian economy in the short and long term.

Ключові слова: фінансова стабільність, спеціальні та загальні інструменти валютної політики, валютний курс, рівень монетизації та доларизації економіки, модель векторної авторегресії.

Ключевые слова: финансовая стабильность, специальные и общие инструменты валютной политики, валютный курс, уровень монетизации и долларизации экономики, модель векторной авторегрессии.

Key words: financial stability, exchange rate policy tools, exchange rate, monetization and dollarization of the economy, vector autoregression model.

ВСТУП

Підвищення ефективності монетарної політики як основного засобу макроекономічної стабілізації [1] та пошук нових шляхів її реалізації стає перманентно актуальним. Вивченню зазначених проблем засобами економетричного моделювання присвячені роботи Ф. Мішкіна (F. Mishkin), Б. Бернанке (B. Bernanke), М. Гертлера (M. Gertler), Б. Фрідмана (B. Friedman), Д. Стігліца (J. Stiglitz). В Україні О. Петрик і С. Ніколайчук [2] одними з перших проаналізували причинно-наслідкові зв'язки основних макроекономічних показників на основі квартальної структурної моделі економіки. Згодом проблема дієвості каналів монетарної трансмісії в російській та українській економіках відповідно була представлена в монографіях російських учених Інституту перехідного періоду [3] й вітчизняних науковців Національного банку України [4].

Залежність української економіки від перманентної зовнішньої кризи, трансформація монетарної політики до інфляційного таргетування з поступовим переходом до плаваючого валютного курсу, дала поштовх до перегляду причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансової стабільності й індикаторами грошово-кредитної політики. Практичний інтерес становлять короткострокові перспективи динаміки факторів фінансової стабільності та наявність коінтеграційних зв'язків, що визначають довгострокову рівновагу між чинниками.

МЕТОЮ РОБОТИ є вивчення впливу інструментів валютної політики на забезпечення фінансової стабільності

економіки України в коротко- та довгостроковій перспективі й пошук шляхів підвищення їх ефективності.

МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Методологічною та інформаційною основою роботи є наукові праці, матеріали періодичних видань, ресурси Internet, нормативно-правові акти. При проведенні дослідження використано методи структурно-логічного аналізу, порівняння та узагальнення, економетричного моделювання на основі моделей векторної авторегресії.

РЕЗУЛЬТАТИ

Для оцінки результативності валютної політики Центрального банку скористаємося такими підходами:

1) порівняльний аналіз цільових і фактичних параметрів розвитку валютного ринку та інших індикаторів грошово-кредитної політики;

2) перевірка дієвості механізму монетарної трансмісії як системи економічних каналів, за допомогою яких інструменти та рішення щодо грошово-кредитної політики впливають на змінні фінансового й реального секторів економіки [1, с. 40; 5, с. 204].

У країнах, де головною метою грошово-кредитної політики визначено забезпечення цінової стабільності, її ефективність оцінюється по досягненню певного рівня цінового індексу [1, 5]. При цьому валютна політика вважається більш результативною, якщо за заданого рівня цін забезпечується зовнішня стабільність валютного курсу та незначні коливання таких параметрів, як обсяг виробленої

продукції, зайнятість населення та розмір відсоткової ставки. Досліджується валютно-курсова політика, політика регулювання платіжного балансу та управління зо-

лотовалютними резервами. На рис. 1 схематично представлено дію спеціальних інструментів валютної політики на окремі монетарні й макроекономічні показники.

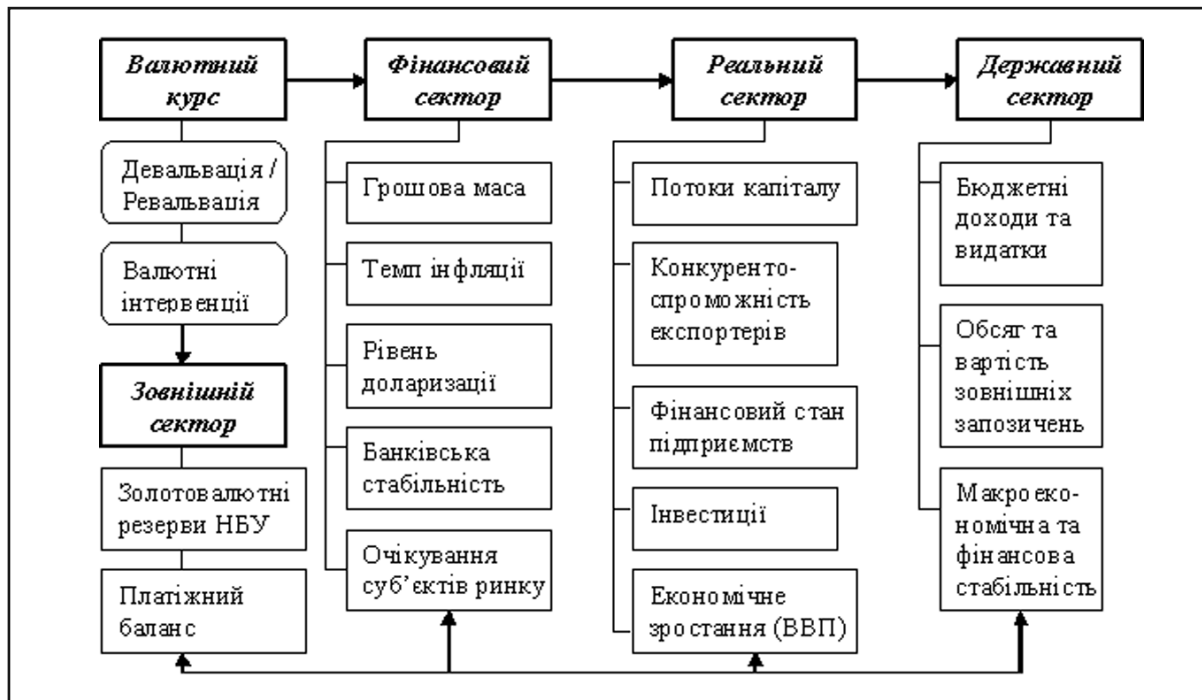


Рис. 1. Валютний канал монетарної трансмісії

Спеціальні інструменти валютної політики в роботі представлені такими показниками, як міжбанківський валютний курс гривні до долара США (UAH/USD); реальний ефективний обмінний курс (РЕОК), номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК); сальдо інтервенцій Національного банку України; обсяг офіційних резервних активів у млн дол. США; відношення золотовалютних резервів на кінець кварталу до загального імпорту за квартал; відношення грошової бази у гривнях до офіційних золотовалютних резервів у доларах США.

Слід зазначити, що вказані вище інструменти, окрім сальдо інтервенцій НБУ, одночасно виступають і чинниками монетарної стабільності, яка передбачає дотримання низьких показників інфляції та стабільного валютного курсу.

Трансмісійну дію загальних інструментів валютного регулювання, що включають дисконтну політику (облікова ставка), політику обов'язкових резервів та операції центрального банку з цінними паперами на відкритому ринку показано на рис. 2.

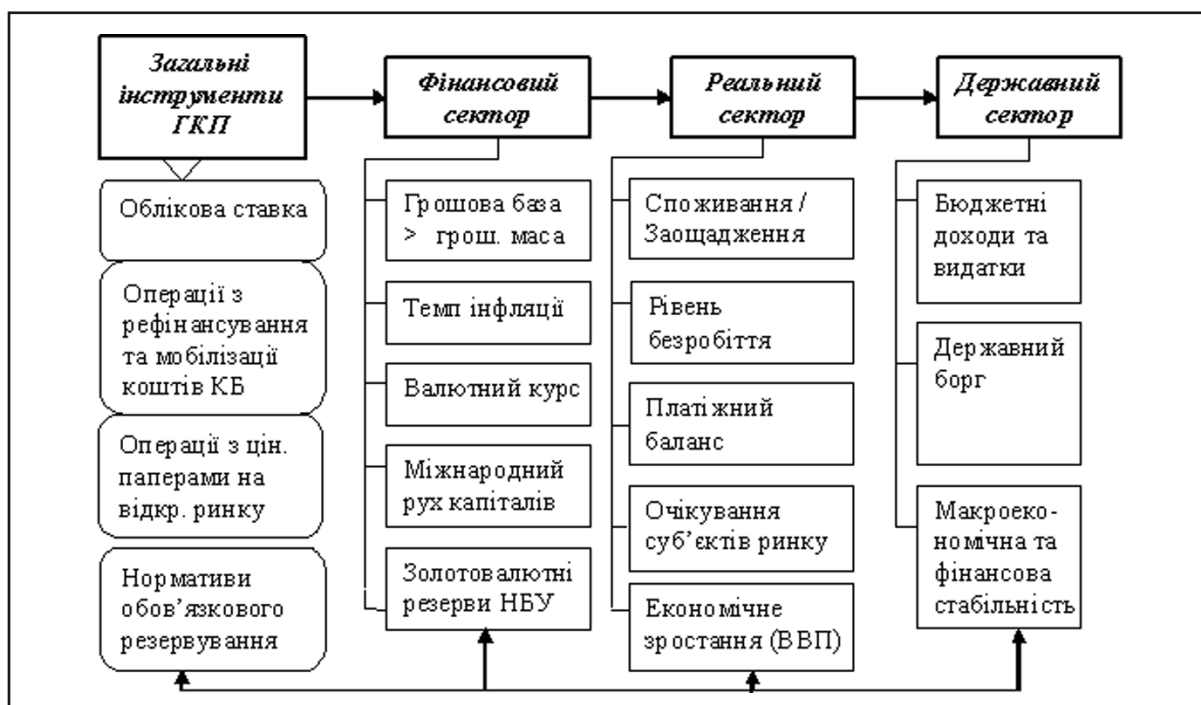


Рис. 2. Канали загальних інструментів монетарної трансмісії

Ці інструменти в роботі представлені такими показниками: облікова ставка НБУ; обсяг облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), розміщених на первинному ринку; обсяг ОВДП у власності комерційних банків; залишки на кореспондентських рахунках комерційних банків.

Досліджується вплив інструментів валютної політики на фінансову стабільність економіки, яка передбачає функціонування у стані рівноваги основних складових фінансової системи, таких як монетарна, зовнішньоекономічна, боргова, бюджетна, банківська, а також фінансових ринків, створюючи стимули для довгострокового економічного зростання.

Чинники фінансової стабільності поділені на показники реального сектора (приріст реального ВВП, частка не експортного виробництва у ВВП, обсяг інвестицій, сальдо зведеного бюджету); фінансового сектора (фактори грошової пропозиції, вартості грошей, монетарної стабільності, банківського сектора та фінансового ринку); фактори зовнішньої та боргової стабільності (складові платіжного балансу, валовий зовнішній борг, державний внутрішній і зовнішній борг країни) [6].

Досліджуються квартальні дані вище зазначених факторів (більшість з яких обраховано по відношенню до ВВП) за 10,5 років (2000:1 – 2011:2) – всього 46 спостережень. Інформаційною основою є статистичні матеріали Національного банку України [7]. З метою усунення значної варіації часових рядів їхні значення було прологарифмовано або сезонно згладжено. Розрахунки проведено з використанням комп'ютерного економетричного пакету EViews 6.0.

Для перевірки дієвості каналів монетарної трансмісії найчастіше використовують підхід економетричного моделювання на базі векторних авторегресій (VAR, VECM). Вибір моделі дослідження визначається перш за все наявністю причинно-наслідкових зв'язків між факторами, що встановлюються за допомогою тесту Грейнджера на каузальність (*Granger, 1969*) [8]. Його результати показують, що найбільший внесок у прогнозування (до 6 кварталів) факторів фінансової стабільності роблять змінні валютного курсу: UAH/USD, PEOK і HEOK. Вони впливають на показники монетарної стабільності (відношення грошової бази у гривнях до валютних резервів; рівень доларизації, розрахований як відношення суми кредитів і депозитів резидентів в іноземній валюті до ВВП; рівень монетизації економіки, визначений як відношення грошової бази M2 до ВВП; індекс цін виробників); показники банківського сектора (відсоткова ставка за депозитами у гривнях; середньозважена відсоткова ставка міжбанківського кредитного ринку; співвідношення банківських кредитів та депозитів; достатність і рентабельність банківського капіталу); показники реального й зовнішнього секторів (темп зростання реального ВВП; сальдо зведеного бюджету; обсяг імпорту та експорту товарів і послуг; сальдо фінансового рахунку; відношення валового зовнішнього боргу до ВВП). Зв'язок між більшістю факторів фінансової стабільності й індикаторами валютного курсу має двосторонній характер.

Валютні інтервенції НБУ впливають протягом 5–6 кварталів як на показники фінансового сектора (UAH/USD, середньозважена ставка за інструментами рефінансування НБУ, грошова база), так і на показники реального сектора (обсяг імпорту товарів і послуг, темпи зростання реального ВВП і валового зовнішнього боргу країни).

Управління валютними резервами НБУ має найбільший причинно-наслідковий зв'язок із показниками банківського сектора (залишки на кореспондентських рахунках комерційних банків, обсяг ОВДП у власності

банків, рівень рентабельності капіталу комерційних банків) та індикаторами монетарної стабільності (обсяг грошової бази, індекс цін виробників, PEOK, UAH/USD).

Аналіз результативності загальних інструментів грошово-кредитної політики вказує на слабку дію каналу облікової ставки в передавальному механізмі монетарної трансмісії. Як і очікувалося, розміщення ОВДП на первинному ринку найбільше (протягом 6 кварталів) впливає на обсяг грошової бази, рівень монетизації економіки (відношення грошового агрегату M2 до ВВП), сальдо зведеного бюджету. Протягом трьох кварталів зв'язок встановлено з валовим зовнішнім боргом, темпом зростання реального ВВП; протягом року – з валютним курсом. Показник ОВДП у власності комерційних банків, обраний для аналізу операцій НБУ на вторинному ринку, впливає виключно на змінні банківського сектора (залишки коррахунків і ставка міжбанківського кредитного ринку). Інструмент обов'язкового резервування, представлений залишками на кореспондентських рахунках комерційних банків, є каузальним щодо індикаторів обмінного курсу (UAH/USD, PEOK та HEOK) і показників банківського сектора.

Для побудови ефективних регресійних моделей необхідною умовою є стаціонарність часових рядів, що представляють квартальні дані досліджуваних факторів. Застосування розширеного тесту Дікі-Фулера [8] показало, що більшість часових рядів є нестационарними з порядком інтеграції I (1). Векторна авторегресія (VAR), побудована на базі таких рядів, дає можливість робити прогнози на короткострокову перспективу. Довгострокові відносини можуть бути описані за допомогою моделей корекції помилок (VECM). Можливість їх побудови визначається коінтеграцією часових рядів, тестування якої проводилося за методикою Йохансена. Результати дослідження представлені в табл. 2, яка містить інформацію про статистично значущі коінтеграційні вектори, напрямки зв'язку між рядами та коефіцієнт корекції помилки, що демонструє швидкість повернення змінних до довгострокової рівноваги.

Аналіз першого коінтеграційного вектора показує, що за досліджуваний період зростання рівня доларизації банківської системи (*ldolar*) на 1% призводило до збільшення рівня монетизації економіки (*m2_gdp_sa*) в середньому на 0,75%, підвищення валютного курсу UAH/USD (*lex_rate*) на 1%, навпаки, спричинювало зменшення відношення M2/ВВП в середньому на 0,41%. Коефіцієнт корекції помилки, що характеризує швидкість корегування рівня монетизації при відхиленні від довгострокової траєкторії [9] внаслідок динаміки обмінного курсу, становить (-0,38). Таким чином, для повернення показника *m2_gdp* на рівноважну траєкторію знадобиться приблизно 2,5 квартали (1:0,38).

Друге коінтеграційне співвідношення показує, що 1% зростання валютного курсу (*exrate*) відповідає зменшенню на 0,75% відношення золотовалютних резервів до імпорту товарів і послуг за квартал (*rez_imp*). Коінтеграційні вектори (3) та (4) показують, що підвищення рівнів монетизації (*m2_gdp*) та доларизації (*dolar*) на 1% зумовлює зростання забезпеченості імпорту резервами (*rez_imp*) на 0,6%. Для відновлення рівноважного стану резервів у обох випадках знадобиться 6,5 кварталів.

Згідно ECM-моделі (5) зменшенню рівня забезпеченості валютними резервами (*rez_imp*) сприяє збільшення державного боргу (*g_debt*).

Довгостроковий зв'язок між відношенням грошової бази до золотовалютних резервів (*lmb_rez*) (розрахунковий курс національної валюти по відношенню до долара

Коінтеграційні вектори показників фінансової стабільності

Змінні і напрямок зв'язку	Коінтеграційний вектор	Коефіцієнт корекції помилки
1. exrate ↔ dolar, m2_gdp	$ECM_{exrate} = m2_gdp_sa(-1) - 0,75dolar(-1) + 0,41lexrate(-1)$	-0,38
2. exrate → rez_imp	$ECM_{exrate} = rez_imp(-1) + 0,75lexrate(-1) - 0,04trend - 1,84$	-0,15
3. rez_imp ↔ dolar	$ECM_{dolar} = rez_imp(-1) - 0,6ldolar(-1) + 0,62$	-0,15
4. rez_imp ↔ m2_gdp	$ECM_{m2_gdp} = rez_imp(-1) - 0,58m2_gdp_sa(-1) - 0,55$	-0,17
5. rez_imp ↔ g_debt	$ECM_{g_debt} = rez_imp(-1) + 0,21lg_debt(-1) - 0,03trend - 1,39$	-0,47
6. mb_rez isc ↔ ipc	$ECM_{mb_rez} = isc_sa(-1) - 0,7ipc_sa(-1) + 0,07lmb_rez(-1) - 0,45$	-0,45
7. m2_gdp → gdp_real	$ECM_{m2_gdp} = gdp_real(-1) - 0,14m2_gdp_sa(-1) + 0,08trend - 1$	-0,38
8. dolar ↔ gdp_real	$ECM_{gdp_real} = gdp_real(-1) + 0,83ldolar(-1) - 1,35$	-0,12

США у визначенні Спеціального стандарту поширення даних МВФ [6]) та індексом споживчих цін (*isc_sa*) підтверджується коінтеграційним рівнянням 6. Так, зі збільшенням *lmb_rez* на 1% відповідний індекс інфляції зменшується на 0,07%. Рівноважна траєкторія останнього відновлюється протягом 2 кварталів.

Зростання рівня монетизації на 1% призводить до збільшення приросту реального ВВП на 0,14%, а відповідне підвищення рівня доларизації, навпаки, до його падіння на 0,83% (див. рівняння 7, 8 табл. 2). Довгострокова рівновага відтворюється відповідно через 3 та 8 кварталів.

Аналіз відповідних ЕСМ-моделей на підставі функцій імпульсних відгуків і декомпозиції дисперсій для прогнозного періоду у 10 кварталів підтверджує дію передусім валютного каналу трансмісійного механізму. Так, шок у валютному курсі *exrate* (збільшення на одне стандартне відхилення) спричинює зниження рівня монетизації та підвищення рівня доларизації з піками у третьому й четвертому кварталах відповідно. Зміна рівнів монетизації та доларизації економіки пояснюється валютним курсом на 20% та 15% відповідно, у той час як більшість помилок прогнозу останнього вже з другого прогнозного кварталу пояснюється шоками в показниках *m2_gdp* та *dolar*.

Шок у рівні монетизації призводить до зростання реального ВВП упродовж перших чотирьох кварталів. Підвищення рівня доларизації спричинює падіння темпів зростання реального ВВП з піком у 5 кварталі.

Рівень інфляції, що вимірюється індексом споживчих цін (*isc*) і цін виробників (*ipc*), зменшується при підвищенні достатності золотовалютних резервів (*mb_rez*) та збільшується при зростанні рівня монетизації економіки (*m2_gdp*) на всьому прогнозованому періоді.

ВИСНОВКИ

Дослідження підтвердило вагомий роль валютної політики в забезпеченні фінансової стабільності економіки країни. Валютно-курсова політика через канал валютного курсу й достатність золотовалютних резервів найбільше впливає на показники монетарної стабільності, банківського ринку, реального та зовнішнього секторів економіки. Аналіз довгострокових зв'язків між інструментами валютної політики й чинниками фінансової стабільності вказує на присутність у ланцюгу валютна політика – економічне зростання та низькі темпи інфляції показників монетизації та доларизації економіки. Ці фактори мають

виступати проміжними орієнтирами грошово-кредитної політики НБУ. Жорстка монетарна політика центрального банку підтримує низькі темпи інфляції та відносно стабільний валютний курс, але створює дефіцит ліквідності комерційних банків, що підвищує відсоткові ставки, знижує обсяги кредитування та уповільнює темпи зростання ВВП. У той самий час неконтрольоване підвищення рівня монетизації провокує підвищення темпів інфляції, валютного курсу, що загрожує макроекономічній стабільності та підвищує рівень доларизації. Для вирішення дилеми необхідно впровадження нових інструментів, таких як залучення готівкових валютних заощаджень населення через валютні сертифікати НБУ, гривневе рефінансування комерційних банків під заставу в іноземній валюті на цільові інвестиційні проекти, використання похідних фінансових інструментів у поєднанні з посиленням пруденційних заходів.

Література:

1. Макаренко М.І. Стратегія інфляційного таргетування в системі грошово-кредитної політики держави: Монографія / М.І. Макаренко, І.І. Д'яконова, Ф.О. Журавка та ін. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 108 с.
2. Петрик О. Структурна модель трансмісійного механізму економіки України / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник НБУ. – 2006. – № 3 (121). – С. 12–39.
3. Дробышевский С. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике: монография / С. Дробышевский, П. Трунин и др. – М.: ИЭПП, 2008. – 87 с.
4. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К.: НБУ, 2008. – 144 с.
5. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: НБУ, 2009. – 404 с.
6. <http://bank.gov.ua/>
7. Маринич Т.О. Компаративний аналіз індикаторів фінансової стабільності України / Т.О. Маринич // Механізм регулювання економіки. – 2010. – № 3, Т. 1. – С. 218–226.
8. Charemza W., Deadman D. New Directions in Econometric Practice // Edward Elgar Publishing. – 1992. – 370 p.
9. Швайко П. Эконометрические модели анализа и прогнозирования емкости первичного рынка ГКО // Эковест. – 2002. – № 2, ч. 1. – С. 111–153.