

## **ПРАВИЛА ВСТАНОВЛЕННЯ ЦЕНТРАЛЬНИМ БАНКОМ ЦІЛЬОВИХ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК: ПРОБЛЕМИ ВИЗНАЧЕННЯ ТА ЗАСТОСУВАННЯ**

**Постановка проблеми.** З огляду на те, що Національний банк України розглядає можливість переходу до режиму інфляційного таргетування, актуальним є питання щодо вивчення досвіду використання центральними банками правил встановлення цільових процентних ставок, тобто правил, що пояснюють, яким чином цільова короткострокова процентна ставка повинна змінюватись у відповідь на відхилення інфляції від її цільового рівня.

Актуальність даної теми обумовлена не тільки тим, що вищезазначені правила можуть слугувати орієнтиром при проведенні центральним банком дисконтної політики та встановленні цільової короткострокової відсоткової ставки, а й тим, що вони допомагають зробити політику центрального банку більш відкритою. Адже відкритість монетарної політики, тобто зрозумілість її для громадськості, є однією з невід'ємних умов, яку центральний банк повинен виконувати за режиму інфляційного таргетування. Якщо центральний банк декларує певне правило, орієнтуючись на яке він встановлює процентну ставку, то рішення щодо її зміни легко обґрунтувати та пояснити громадськості, що, безперечно, укріплює довіру до його дій.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Природно, що дослідження правил встановлення цільових процентних ставок проводяться більшою мірою науковцями тих країн, де монетарна політика яких зорієнтована на досягнення цільового рівня інфляції. Класичними за даним напрямом досліджень прийнято вважати праці Дж.Тейлора, а найбільш ґрунтовними є праці науковців із США – Б.Т. Маккалума, Е. Нельсона, Л. Свенсона; Нової Зеландії – А. Дрю, Б. Ханта; Канади – Д. Коте та ін.

**Метою статті** є дослідження підходів до визначення правил встановлення цільових відсоткових ставок центральними банками інших країн та розробка на їх основі рекомендацій для України.

**Виклад основного матеріалу.** Правило, яке описує курс політики, дозволяє пояснити необхідність тих чи інших дій і, в той же час, врегулювати реакцію політики на зміну економічних умов. Проте

не можна стверджувати, що якийсь центральний банк буквально дотримується певного правила проведення політики, тобто проводить відкриту політику в “чистому” вигляді, адже жодне правило не може врахувати всі фактори, які беруться до уваги при прийнятті рішень центральними банками.

Тому практична монетарна політика повинна використовувати певне правило в індикативних цілях, наприклад, як відправний пункт для прийняття рішень, але бути гнучкою, адаптуватись до структурних змін та інших ускладнень, що виникають в реальному секторі економіки.

В загальному розумінні правила монетарної політики – це узагальнений вираз, що алгебраїчно, чисельно або графічно пояснює як контрольовані змінні політики, такі як цільова (або офіційна) процентна ставка або монетарна база, мають змінюватись у відповідь на коливання макроекономічних величин, таких як інфляція і ВВП [5].

Правила монетарної політики можна класифікувати таким чином:

- правила інструментів, згідно з якими певна контрольована центральним банком змінна виражається як функція від наперед визначених або прогнозованих макроекономічних величин. Це правила монетарної політики у “вужькому розумінні”;
- правила цілей, тобто правила монетарної політики в “широкому розумінні”, пов’язані з конкретною моделлю економіки, що застосовується певним центральним банком, і виражають умову оптимальності, за якої цільові змінні дорівнюють їх таргетованому рівню. Прикладами використання таких правил можуть бути правила, що використовуються центральними банками Англії, Швеції та Норвегії: офіційна процентна ставка має бути встановлена таким чином, щоб дворічний прогноз інфляції згідно з моделлю дорівнював таргетованому рівню інфляції [6, с. 614].

Надалі мова піде про правила інструментів монетарної політики, а конкретніше про правила встановлення центральним банком процентної ставки.

Добре відомим прикладом правила встановлення процентної ставки є правило Тейлора, що пропонує встановлювати цільову федеральну резервну ставку у відповідності із “інфляційним розривом” – різницею між поточним і цільовим рівнем інфляції та “виробничим розривом” – різницею в процентах між випуском і його певним потенційним рівнем. Правило Тейлора тісно пов’язане з відомим рівнянням обміну, і легко може бути виведено з нього.

Отже, правило Тейлора можна представити таким чином:

$$i_t = \bar{i} + \pi_t + h(\pi_t - \pi^T) + g(y_t - y_t^*), \quad (1)$$

- де  $i_t$  – процентна ставка в період часу  $t$ , яку центральний банк використовує як інструмент або “оперативну ціль”, тобто процентна ставка, на яку центральний банк здійснює вплив з щоденною або щотижневою частотою;
- $\bar{i}$  – це рівноважна реальна процента ставка;
- $\pi_t$  – середнє значення інфляції період часу  $t$  (або її прогнозоване значення);
- $\pi^T$  – таргетований рівень інфляції;
- $y_t, y_t^*$  – відповідно поточний та потенційний випуск, а різниця між ними є “виробничим розривом”;
- $g$  і  $h$  – ключові коефіцієнти, які описують дії монетарної політики і різняться в залежності від її режиму.

Розробивши правило встановлення федеральної резервної ставки, Тейлор не наполягав на тому, що Федеральна резервна система повинна неухильно йому слідувати. Воно може бути використане як база для прийняття дискреційних рішень.

Дотримання правила Тейлора має призводити до стабілізації інфляції навколо її таргетованого рівня, а випуску – навколо так званого потенційного рівня. “Виробничий розрив” включається до правила як індикатор майбутньої інфляції, що виходить з кривої Філіпса: перевищення випуску над його потенційним значенням провокує підвищення інфляції. Потенційний рівень випуску є максимально прийнятним рівнем, який не спричиняє інфляційного тиску.

В дещо зміненому вигляді формула (1) подається як правило Хендерсона-МакКіббіна (Henderson-McKibbin):

$$i_t = \bar{i} + \alpha(\pi_t + y_t - \overline{\pi + y}), \quad (2)$$

де короткострокова процентна ставка знаходиться в залежності від різниці суми процентів зростання інфляції та випуску і їх таргетованого рівня  $\overline{\pi + y}$ .

Часто просте правило Тейлора визначають як таке, що базується на поточних даних щодо стану економіки. Проте при прийнятті рішень щодо монетарної політики центральні банки не обмежуються лише поточною інформацією, а орієнтуються також і на прогнозні показники. Тому доцільним є використання в правилах інструментів прогнозних показників, що дозволяє повною мірою узагальнити в них необхідну інформацію. Крім того, дії монетарної політики відображаються на стані економіки з певним лагом. Тому, якщо вони

будуть орієнтуватися безпосередньо на прогностні дані, це дозволить зменшити коливання випуску та інфляції.

Прикладами використання правила на основі прогностних показників є правила, що застосовується в Квартальній Прогнозній Моделі (QPM) Банком Канади та в Системі Прогнозування і Політики (FPS) Резервним банком Нової Зеландії.

В Системі Прогнозування і Політики (FPS) Резервним банком Нової Зеландії використовується правило, що встановлює короткострокову процентну ставку як функцію від значень прогнозованого та цільового рівнів інфляції [2]:

$$rs_t = rs_t^* + \sum_{i=1}^j \theta_i (\pi_{t+i}^e - \pi^T), \quad (3)$$

де  $rs_t$  – короткострокова номінальна процентна ставка в період часу  $t$ ;  
 $rs_t^*$  – її рівноважний еквівалент;  
 $\pi_{t+i}^e$  – прогноз інфляції на  $i$  кварталів наперед, що базується на моделі;  
 $\pi^T$  – таргетований рівень інфляції;  
 $j$  – кількість “ковзних” вікон на прогностному горизонті, кожному з яких відповідає певна вага  $\theta_i$ .

Отже, ставка відсотка за інструментом регулюється залежно від того, наскільки прогностний рівень інфляції, що базується на моделі, відрізняється від її таргетованого рівня.

Банком Канади в Квартальній Прогнозній Моделі (QPM) використовується правило аналогічне правилу, що представлено формулою (3). Проте до нього додатково включається поточний “виробничий розрив”, який є добрим індикатором майбутньої інфляції [3, с. 28]. Крім того, включення до правила, що базується на прогностних показниках, поточного “виробничого розриву”, дозволяє знизити коливання випуску [4, с. 9]. Отже, у моделі QPM використовується таке правило:

$$rs_t = rs_{t-1} + \sum_{i=1}^j \theta_i (\pi_{t+i}^e - \pi^T) + \gamma (y_t - y_t^*), \quad (4)$$

де на відміну від попередньої формули (3):

$rs_{t-1}$  – короткострокова номінальна процентна ставка в попередньому періоді;  
 $\gamma(y_t - y)$  – розрив виробництва з урахуванням відповідного коефіцієнта.

Однак переваги від використання правил, що базуються на прогнозах є досить обмеженими. Наприклад, Левін, Вейленд і Віл’ямс

(Levin, Wieland, and Williams) (2001) виявили, що правила, які базуються на прогнозі, мають лише частково кращі властивості, ніж правила, що базуються на реальних даних, через те, що оптимальний прогнозний горизонт відносно короткий – не більше одного року. Використання довшого прогнозного горизонту є чинником непевності.

Формула (1), якою виражається правило Тейлора, явно не враховує роль ціни активів та обмінного курсу як цільових орієнтирів (або інструментів). Питання того, як саме ціна активів та обмінний курс мають враховуватись при формулюванні монетарної політики, досить дискусійне.

Бол (Ball) (1999) та Батіні і Халден (Batini and Haldane) (1999) зазначають, що результативність невеликих відкритих економік може бути поліпшена, якщо пристосовувати короткострокову процентну ставку, що використовується як інструмент монетарної політики, у відповідь на коливання номінального обмінного курсу, і таким чином усувати вплив коливань на випуск та інфляцію. В Канаді, наприклад, як цільовий індикатор використовувався індекс монетарних умов – середньозважене значення облікової ставки та обмінного курсу. Проте вплив коливань обмінного курсу на інфляцію та випуск різним і залежить від причин таких коливань, що важко було пояснити ринкам. Це стало причиною відходу від індексу монетарних умов як цільового індикатора.

Отже, включення до правила Тейлора обмінного курсу може зробити їх більш прийнятними для умов відкритої економіки. В специфікації Бола (Ball) (1999) формула правила Тейлора (1) доповнена і має такий вигляд:

$$\dot{i}_t = \bar{i} + \pi_t + h(\pi_t - \pi^T) + g(y_t - y_t^*) + h_1(e_t - e_t^*) + h_2(e_{t-1} - e_{t-1}^*), \quad (5)$$

де  $e_t, e_{t-1}$  – номінальний обмінний курс в поточному та попередньому періодах, тобто підвищення значення цього показника означає знецінення валюти;

$e_t^*, e_{t-1}^*$  – рівноважний обмінний курс у відповідних періодах;

$h_1, h_2$  – коефіцієнти, що описують реакцію процентної ставки у відповідь на відхилення курсу від його рівноважного рівня.

Але існує обмеження щодо використання правил визначення процентної ставки для відкритої економіки. Це – високий ступінь невизначеності щодо обрахунку рівноважного обмінного курсу [3, с. 28].

Ціна активів може бути використана в якості додаткової змінної, що включається до правила визначення процентної ставки, адже

в останнє десятиріччя декілька центральних банків почали брати до уваги явне підвищення фінансової нестабільності, одним з найбільш важливих вимірів якої є волатильність ціни активів. Фактично, як зазначено в декількох публікаціях, буми та падіння в цінах активів були суттєвим фактором в макроекономічних коливаннях як в індустриальних країнах, так і в країнах, що розвиваються.

Можна виділити декілька функцій правил встановлення цільових процентних ставок:

- по-перше, можливе *нормативне* застосування як основи для прийняття рішень щодо монетарної політики;
- по-друге, правило може бути *описовим*, тобто пояснювати те, як і у якому режимі здійснювалася монетарна політика в певний період часу. Наприклад, за допомогою порівняння фактичної короткострокової ставки з тією, яка розрахована згідно з правилами, можна зробити висновок про те жорстку чи м'яку монетарну політику здійснював центральний банк протягом певного періоду.

Однак використовувати ці правила потрібно зважено і лише як основу для прийняття рішень, адже за словами М. Кінга, “жодне правило не може описати те, як повинна діяти політика за всіх можливих умов, певна дискреційність невідворотна”.

**Висновки.** Отже, потрібно зазначити, що правила встановлення процентної ставки до тієї чи іншої міри беруться до уваги при прийнятті рішень щодо монетарної політики центральними банками багатьох країн: Резервним банком Нової Зеландії, Банком Канади, Банком Англії, Банком Ізраїлю, Федеральною Резервною Системою та ін.

Зрозуміло, що необхідність розробки правила встановлення цільових відсоткових ставок для проведенні монетарної політики в Україні залежить від того, чи відбудеться перехід до таргетування інфляції і відповідно підвищення ролі дисконтної політики. Розробка таких правил могла б стати корисною з таких причин:

прості правила визначення процентних ставок зручно використовувати як основу для прийняття рішень щодо зміни цільової ставки; вони можуть виступати в якості обґрунтування для громадськості рішень щодо монетарної політики; це зручний інструмент опису монетарної політики на певному періоді при визначенні бази для порівняння з фактичними ставками.

Напевно, найбільш вдалим варіантом правила інструментів монетарної політики для України буде такий, що спиратиметься на інфляційний та виробничий розрив та враховуватиме зміни обмінного

курсу, адже українська економіка має високий ступінь відкритості. Підбір параметрів до цього правила має здійснюватись на основі врахування особливостей трансмісії від процентних ставок до реального сектору (ВВП та інфляції) та взаємозв'язку між інфляційною і курсовою динамікою. Звичайно, в умовах відсутності довгих рядів історичних даних це проблематично, і тому у пригоді може стати досвід інших країн.

### *Список літератури*

1. Bank of England. The Bank of England Quarterly Model // Quarterly Bulletin of The Bank of England, Summer 2004.
2. Black, R, V Cassino, A Drew, E Hansen, B Hunt, D Rose and A Scott (1997), "The Forecasting and Policy System: the core model." Reserve Bank of New Zealand // Research Paper. – № 43, Wellington.
3. Côté, Lam, Liu, St-Amant The Role of Simple Rules in the Conduct of Canadian Monetary Policy // Bank of Canada Review, Summer 2002.
4. Drew, Hunt. Efficient simple policy rules and the implications of potential output uncertainty // Reserve Bank of New Zealand. Discussion paper, G99/5.
5. Svensson Lars E.O. Inflation targeting as a monetary policy rule // NBER Working paper. – № 6790, Nov. 1998.
6. Svensson Lars E.O. Targeting versus instrument rules for monetary policy: what is wrong with McCallum and Nelson? // Federal reserve bank of st. Louis Review vol. 87. – № 5.
7. Taylor J.B. `Historical analysis of monetary policy rules in Monetary policy rules` ed. John Taylor (Chicago: University of Chicago Press, 1999). – P. 319-344.

Отримано 16.11.2005

Лепушинський, В.О. Правила встановлення центральним банком цільових процентних ставок: проблеми визначення та застосування / В.О. Лепушинський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць.- Суми: УАБС НБУ, 2005.- Вип. 14.- С. 188-194.