

Оцінка фактичних цілей Національного банку України у формуванні та реалізації грошово-кредитної політики

На основі аналізу процентної ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку проведено емпіричну перевірку проміжних цілей грошово-кредитної політики в Україні. Як альтернативні цільові змінні розглядаються: темпи зміни номінального курсу національної валюти до долара США; логарифм реального ефективного курсу національної валюти, логарифми грошової маси ($M0$, $M3$) та грошової бази. Отриманий результат вказує на стійкий зв'язок значень процентної ставки на ринку з рівнем грошової пропозиції, що пояснюється не реакцією Національного банку України на монетарний розвиток, а залежністю значень процентної ставки від рівня грошової пропозиції на ринку.

Ключові слова: процентна ставка, грошова маса, обмінний курс, грошово-кредитна політика.

Важливим та дискусійним питанням на сьогоднішній день у вітчизняній економічній літературі залишається питання визначення цілей, які ставить перед собою Національний банк України у проведенні грошово-кредитної політики. Дану проблематику досліджують українські вчені, зокрема: Л. Мороз, А. Гальчинський, О. Дзюблук, В. Кротюк, В. Лисицький, І. Лютий, В. Міщенко, В. Пасічник, М. Пуховкіна, Р. Тиркало та ін.

Актуальність даної тематики дозволила нам скористатись базовою методикою, запропонованою в роботі Кларіди, Галі і Гертлера, опублікованою в 1997 р. для емпіричної перевірки проміжних цілей грошово-кредитної політики в Україні [1]. Як головний інструмент грошово-кредитної політики для досягнення поставленої цілі центральним банком використовується процентна ставка. Враховуючи відсутність базової чи ключової процентної ставки Національного банку України (облікова ставка фактично не виконує цієї ролі), як досліджувана змінна використовується процентна ставка за кредитами овернайт на міжбанківському ринку, яка, на наш погляд, найбільш точно відображає стан грошово-кредитного ринку внаслідок застосування Національним банком України різноманітних заходів щодо його регулювання. Таким чином, цільове значення базової процентної ставки r^* встановлюється виходячи з очікуваних у момент часу t відхилень значень основних макроекономічних величин від цільових значень, цілями при реалізації грошово-кредитної політики є випуск (y)* та інфляція (π):

$$r_t^* = \bar{r} + \beta(\pi_{t+n} - \pi^*) + \gamma(y_t - y^*), \quad (1)$$

- де r_t^* – цільове значення базової процентної ставки;
 \bar{r} – довгострокова рівноважна номінальна процентна ставка;
 π_{t+n} – прогнозне значення інфляції;
 π^* – цільове значення інфляції;
 y – випуск;
 y_t -- поточне значення випуску;
 y^* – цільове значення випуску;
 β – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення прогнозу інфляції від інфляційної цілі;

γ – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення випуску від свого цільового рівня.

Передбачається, що фактичне значення базової процентної ставки є лінійною комбінацією цільового значення ставки і фактичного значення ставки в попередній момент часу:

$$r_t = (1 - \rho)r_t^* + \rho r_{t-1}, \quad (2)$$

де ρ – коефіцієнт, що відповідає за ступінь згладжування динаміки процентної ставки.

Об'єднуючи обидві умови, а також замінюючи спостережені очікувані значення змінних їх фактичними значеннями, ми отримуємо наступну комбінацію рівняння для перевірки правил грошово-кредитної політики:

$$r_t = (1 - \rho)\alpha + (1 - \rho)\beta(\pi_{t+n} - \pi^*) + (1 - \rho)\gamma(y_t - y^*) + \rho r_{t-1} \quad (3)$$

Для перевірки гіпотези щодо альтернативних неявних цілей грошово-кредитної політики базова модель може бути розширена у вигляді:

$$r_t = (1 - \rho)\alpha + (1 - \rho)\beta(\pi_{t+n} - \pi^*) + (1 - \rho)\gamma(y_t - y^*) + (1 - \rho)\varphi(z_t - z^*) + \rho r_{t-1}, \quad (4)$$

де z_t – альтернативна цільова змінна для центрального банку (наприклад, темп зростання грошового агрегату, номінального або реального курсу, поточне значення інфляції тощо);

z^* – цільове значення альтернативного показника;

φ – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення альтернативного показника від свого цільового рівня.

У роботі Кларіди, Гертлера і Галі приймалася передумова, що дані ряди є стаціонарними в рівнях. Обґрунтуванням цього слугувало припущення про те, що процентна ставка не може залежати від випадкового нестационарного процесу, оскільки її зміни відбуваються унаслідок рішень, що приймаються центральними банками. Проте в нашому дослідженні, оскільки ми розглядатимемо ставки по банківських кредитах, тобто ринкові ставки, а не ставку рефінансування або облікову ставку центрального банку, таке допущення є надмірно жорстким. Також, оскільки ми не маємо значень для цільових показників, ми замінюємо відхилення від цілей першими різницями відповідних показників. Таким чином, у разі нестационарних рядів, після переходу до перших різниць використовуване для емпіричної перевірки неявних правил грошово-кредитної політики рівняння буде мати вигляд:

$$\Delta r_t = (1 - \rho)\beta(\pi_t - \pi_{t-1}) + (1 - \rho)\gamma(\Delta y_t - \Delta y_{t-1}) + (1 - \rho)\varphi(\Delta z_t - \Delta z_{t-1}) + \rho \Delta r_{t-1} \quad (5)$$

Економічна інтерпретація оцінок коефіцієнтів (β , γ , φ) припускає, що коефіцієнти мають знак, відповідний напрямку зміни процентної ставки центрального банку для зменшення розриву між очікуваним і цільовим значенням цільового параметра (наприклад, «плюс» – для коефіцієнтів при інфляції і випуску). Статистична значущість декількох коефіцієнтів означає, що центральні банки прагнуть враховувати в своїй політиці відразу декілька цілей, іншими словами, в базовому випадку таргетування інфляції здійснюється з урахуванням очікуваних змін у випуску. Залежно від абсолютного значення коефіцієнтів виділяють два режими політики центральних банків: 1) «адаптація» ($|\beta, \gamma, \varphi| < 1$) – центральні банки

реагують зміною процентної ставки на відхилення таргетованого показника від цільового значення, але реакція недостатня для досягнення цільового значення; 2) «стабілізація» ($|\beta, \gamma, \varphi| > 1$) – центральні банки змінюють процентну ставку при відхиленні таргетованого показника від цільового значення на величину, достатню для досягнення цільового значення.

Як альтернативні цільові змінні (z) ми розглядатимемо:

- 1) темпи зміни номінального курсу національної валюти до долара США (DER);
- 2) логарифм реального ефективного курсу національної валюти (зростання даного показника означає реальне дорожчання національної валюти, (RER);
- 3) логарифм грошової маси M0 (M0);
- 4) логарифм грошової маси M3 (M3);
- 5) логарифм грошової бази (MB).

Для оцінювання використовуємо середньозважені щомісячні показники [2]:

CPI	– індексу споживчих цін;
IND	– випуск;
UAH_USD	– обмінного курсу гривні до долара США;
REER	– реального ефективного обмінного курсу;
KIEIBOR_ON	– процентної ставки на міжбанківському ринку за кредитами овернайт;
MB	– грошової бази;
M0	– грошового агрегату (M0);
M3	– грошового агрегату (M3).

Період оцінювання: січень 2001 р. – червень 2008 р. Оцінювання виконувалось у програмному середовищі EViews (одна з найпопулярніших у світі програм для економетричних розрахунків) [3].

Оскільки ми не маємо цілей значень для цільових показників, використовуємо замість показників відхилень інфляції та темпів зростання випуску від своїх цілей просто перші різниці цих показників.

Як видно з отриманих результатів, грошово-кредитна політика Національного банку України (ми припускаємо використання всього комплексу інструментів для регулювання міжбанківської процентної ставки) була спрямована на протидію інфляції (тобто при зростанні інфляції процентні ставки підвищувались). Водночас грошово-кредитна політика не мала антициклічної спрямованості так, при підвищенні темпів зростання випуску процентні ставки знижувались, що засвідчує проциклічність грошово-кредитної політики.

Оцінки рівнянь для альтернативних цільових змінних, що слугували для Національного банку України як неявні проміжні цілі, демонструють, що, окрім показника грошової маси, практично всі показники статистично незначущі (табл. 1).

На наш погляд, такий результат може пояснюватися насамперед непослідовністю проведення Україною своєї фінансової політики (тобто режим фіксації обмінного курсу поряд з окремими цілями по грошових агрегатах змінився певним мікстом інфляційного таргетування з дискреційною зміною номінального обмінного курсу). Статистично значущий коефіцієнт при грошовій масі вказує на стійкий зв'язок між змінами процентної ставки та грошовою пропозицією. Як підсумок до проведеного дослідження пропонується для досягнення поставленої цілі центральним банком використовувати процентну ставку за кредитами овернайт на міжбанківському ринку, яка, на наш погляд, найбільш точно відображає

Таблиця 1

Результати оцінювання впливу макроекономічних показників на динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку – рівняння (5)*

Z	α	β	γ	φ	ρ
-	-0.056 (-0.045)	4.607 (2.817)	-0.723 (-1.974)	-	-0.462 (-5.579)
DDER	-0,03031 (-0,02426)	4,438296 (2,672034)	-0,74545 (-2,01879)	1,017914 (0,587694)	-0,46378 (-5,5794)
DRER	-0,04834 (-0,03853)	4,434484 (2,664076)	-0,73249 (-1,98466)	0,481806 (0,662282)	-0,45586 (-5,46045)
DMb	-0,05628 (-0,04499)	4,60462 (2,804468)	-0,71146 (-1,90388)	-0,05749 (-0,16156)	-0,46338 (-5,53004)
DM0	-0,08433 (-0,0694)	3,857114 (2,309776)	-0,71631 (-2,0073)	-0,79483 (-1,4138)	-0,49182 (-5,77505)
DM3	-0,07094 (-0,06087)	4,019692 (2,620425)	-0,41036 (-1,16196)	-1,85817 (-2,96086)	-0,50539 (-6,2302)

* В дужках наведені *t*-статистики для відповідних коефіцієнтів.

α – вільний коефіцієнт;

β – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення прогнозу інфляції від інфляційної цілі;

γ – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення випуску від свого цільового рівня;

ρ – коефіцієнт, що відповідає за ступінь згладжування динаміки процентної ставки;

φ – коефіцієнт реакції процентних ставок на 1% відхилення альтернативного показника від свого цільового рівня.

стан грошово-кредитного ринку України. На нашу думку, зв'язок між змінами процентної ставки та грошовою пропозицією пояснюється не реакцією Національного банку України на монетарний розвиток, а залежністю значень процентної ставки на ринку від рівня грошової пропозиції, що зокрема зазначалось і Національним банком України.

Список використаних джерел

1. Clarida R., Gali and M. Gertler. **How the Bundesbank Conducts Policy**. – Chicago: University of Chicago Press, 1997.
2. Бюлетень Національного банку України. – 2008. – № 6. – С. 55-69; 83; 155.
3. Офіційний сайт НБУ <http://www.bank.gov.ua/>.

Руденко З.М. Оцінка фактичних цілей Національного банку України в формуванні та реалізації денежно-кредитної політики.

На основі аналізу процентної ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку проведена емпірична перевірка проміжних цілей денежно-кредитної політики в Україні. Як альтернативні цільові змінні розглядаються: темпи зміни номінального курсу національної валюти відносно долара США; логарифм реального ефективного курсу національної валюти, логарифм грошової маси (M0, M3) і логарифм грошової бази. Отриманий результат свідчить про взаємодію процентної ставки на ринку з рівнем грошової пропозиції, яке пояснюється не реакцією Національного банку України на монетарний розвиток, а залежністю значень процентної ставки, від рівня грошової пропозиції на ринку.

Ключевые слова: процентная ставка, денежная масса, обменный курс, денежно-кредитная политика.

Rudenko Z.M. An Estimation of Actual Aims of the National Bank of Ukraine in Forming and Realization of Monetary Policy.

On the basis of analysis of interest rate according to credits the overnight credits at the banking market empiric verification of intermediate aims of monetary-credit policy in Ukraine has been carried out. As alternative special purpose variables are examined: rates of change of nominal currency of national exchange rate against USD; logarithm of the real effective currency of the national exchange rate, logarithm of amount (M0, M3) of money and logarithm of money base. The obtained result testifies to the of correlation of interest rate at the market with the level of money proposition, which is explained not by reaction of the National bank of Ukraine on monetary development, but dependence of values of interest rate, at the market on the level of money proposition. Key words: interest rate, amount of money, course of exchange, monetary-credit policy.

Надійшло 11.12.2008 р.

УДК 336.71:330.322(477)

М.О. Руденко

Аналіз діяльності банків України у сфері фінансових інвестицій

На підставі статистичних даних здійснено аналіз та надано рекомендації щодо проведення ефективної політики банків у сфері фінансових інвестицій. Обґрунтовано комплекс заходів у банківській сфері, а також дії держави, які потребують уточнення, теоретичного, методичного та практичного вирішення для стимулювання інвестиційної та інноваційної діяльності. Розглянуто міжнародний досвід інвестиційної діяльності банків, зокрема інвестування та вкладення коштів у різноманітні види цінних паперів.

Ключові слова: фінансові інвестиції, цінні папери, ринок цінних паперів, портфель цінних паперів.

Основою стабільності економічної системи держави є банки. Банківська система України здатна забезпечити значний обсяг інвестиційних ресурсів, яких потребує вітчизняна економіка на сучасному етапі розвитку. Спрямування грошових потоків з метою отримання максимальної ефективності від їх використання – одне з найважливіших завдань банківської системи. Прагнення банків досягти найбільшої дохідності за одночасної підтримки своєї ліквідності обумовлює необхідність здійснення банками інвестиційних вкладень. Одне з важливих місць у структурі дохідних активів банку посідають інвестиційні вкладення у фінансові активи. Банківський бізнес багатьох зарубіжних і вітчизняних країн, як фінансова діяльність, виділяє один з пріоритетних напрямів інвестування – фінансові інвестиції.

Міжнародний досвід свідчить, що економічне зростання, розвиток реального сектора економіки можливі лише за умови активізації інвестиційної діяльності

© М.О. Руденко, 2008.