Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/06/2009]

Актуальні проблеми монетарної політики

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук

Берлін/Київ, листопад 2009

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) – провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД - вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, на формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу, на сприяння розвитку економічних та суспільних наук і стимулювання розвитку дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультаці0439
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентуються і обговорюються під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
З питань економічних реформ
c/o Berlin Economics
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Тел: +49 30 / 20 61 34 64 0
Факс: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2009 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
© 2009 Німецька консультативна група
Всі права захищені.

Актуальні проблеми монетарної політики

Резюме

Монетарна політика зараз широко обговорюється в Україні і є надзвичайно політизованою. Для того щоб структурувати обговорення, необхідно виділити три сфери: напрям монетарної політики, інструменти монетарної політики та використання цих інструментів.

Напрям. Інфляція недавно сповільнилася, проте залишається високою (14,1% дпр у жовтні). Інфляційні очікування є ще вищими (17% дпр за останньою інформацією НБУ), ясно показуючи, що економічні агенти хвилюються з даного приводу. Крім того, очікування девальвації досить широко поширені серед населення. Нарешті, фіскальна політика стає дуже експансійною як це видно на прикладі швидко зростаючого дефіциту бюджету, проекту бюджету на 2010 рік і нового закону, що піднімає мінімальні зарплати й пенсії. При таких важких обставинах монетарна політика повинна зробити великий внесок до відновлення макроекономічної стабільності. Єдиний спосіб зробити це - проведення обмежувальної монетарної політики. Таким чином, ми пропонуємо, щоб НБУ не виконував пропозиції урядовців щодо пом'якшення монетарної політики. Таке пом'якшення може створити сильний тиск на інфляцію та на обмінний курс, не сприяючи збільшенню кредитування.

Інструменти. Позички овернайт, тобто ключові інструменти надання ліквідності банкам, зараз видаються НБУ під 15,5% (для забезпечених позичок) і під 17,0 % (для незабезпечених позичок). Але облікова ставка, головний індикатор політики НБУ, що не має безпосереднього зв'язку з операціями кредитування, становить лише 10,25 %. На нашу думку, ця невідповідність є незрозумілою і може посприяти вищим інфляційним очікуванням. Таким чином, ми пропонуємо привести облікову ставку у відповідність зі ставками позик овернайт.

Використання інструментів. Кредитування банківською системою економіки може працювати без перебоїв, лише якщо вона може розраховувати на ліквідність від центрального банку в будь-який час, за умови, що банки можуть виконати вимоги щодо надання забезпечення та готові заплатити встановлену ціну за ліквідність (тобто базову процентну ставку). Якщо цього не відбувається, то банки починають накопичувати ліквідність, у такий спосіб збільшуючи вартість кредиту для реального сектору і сприяючи обмеженню кредитування. Це особливо правильно для України в умовах ускладненого функціонування міжбанківського ринку. Таким чином, повна відсутність рефінансування НБУ для декількох банками показує наявність проблем. Крім того, НБУ повинен намагатись не підтримувати слабкі і фактично неплатоспроможні банки через надання рефінансування. Проблемами платоспроможності повинне зайнятися окрема установа, з відповідними навиками та іншим джерелом фінансування (тобто бюджет). НБУ повинен зосередитися на тому, щоб надавати ліквідність тим банкам, які є платоспроможними й виконують об'єктивні вимоги.

Автори

Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Віталій Кравчук	kravchuk@ier.kiev.ua	+ 380 44 / 278 63 42

Подяка

Автори бажають висловити свою вдячність анонімним рецензентам за коментарі до цієї роботи. Застосовується звичайне застереження.

Зміст

1. Вступ

2. Напрямок монетарної політики

2.1 Яким повинен бути напрямок монетарної політики за поточних умов?

2.2 Як виміряти напрямок монетарної політики?

2.3 Яким є поточний напрямок монетарної політики в Україні?

2.4 Обмежувальна монетарна політика та обмеження кредитування

3. Інструменти монетарної політики

3.1 Короткий огляд існуючих інструментів НБУ

3.2 Довгострокова міжнародна точка відліку: Інструменти Європейського центрального банку

4. Використання існуючих інструментів

5. Висновки

1. Вступ

До 2008 року обмінний курс гривні був прив'язаний до долара США. За такої системи монетарна політика підкоряється валютній політиці. Роль центрального банку за фіксованого валютного курсу в основному обмежена інтервенціями на валютному ринку, тобто купуючи та продаючи іноземну валюту, щоб утримувати обмінний курс фіксованим. Ключові монетарні показники, такі як ріст грошових агрегатів, інфляція або процентні ставки тоді визначаються не через інструменти грошово-кредитної політики, а змінюються як наслідок інтервенцій. Коротше кажучи, до 2008, в України не було незалежної монетарної політики. Відповідно, академічне та суспільне обговорення теми було обмеженим.

Однак, в 2008 НБУ перейшов до гнучкого валютного курсу. За нового режиму монетарна політика є набагато важливішою та економічно доречною ніж раніше. Зокрема надання ліквідності та процентні ставки на міжбанківському ринку, що є дуже актуальними показниками, суттєво залежать від напрямку монетарної політики та використанні її інструментів. Отже, монетарна політика стала ключовим питанням для обговорення в Україні як для експертів так і для урядовців.

У цій роботі ми подаємо наші погляди щодо існуючої монетарної політики в Україні. Ми виділяємо три головних теми для обговорення. По-перше, ми розглядаємо напрямок монетарної політики. Це питання вкрай важливе, враховуючи часті пропозиції урядовців щодо більш експансивної політики. По-друге, аналізуються існуючі інструменти монетарної політики. При цьому розглядаються коротко- та довгострокові проблеми, використовуючи інструменти Європейського центрального банку(ЄЦБ) як точку відліку. По-третє, ми аналізуємо проблеми у використанні існуючих інструментів і надаємо рекомендації як поліпшити ситуацію.

2. Напрямок монетарної політики

2.1 Яким повинен бути напрямок монетарної політики за поточних умов?

Монетарна політика зараз працює в дуже важких умовах. Інфляція значно знизилась після максимуму в травні 2008 р. (зростання індексу споживчих цін на 31,1% дпр), але залишилась дуже високою (14,1% дпр у жовтні 2009 р.). Крім того, як показують різні опитування підприємств, інфляційні очікування все ще дуже високі. Як правило, очікується збільшення інфляції в найближчому майбутньому. Це може посприяти вищій інфляції, з огляду на відому небезпечну динаміку очікувань (прогнози, що спричиняють своє виконання)[1]. Крім того широко розповсюджені очікування щодо знецінення гривні. Вони пояснюються, головним чином, внутрішніми політичними ризиками в контексті президентських виборів у січні 2010 року. Нарешті, фіскальна політика явно експансивною і стає більш експансивною. Це можна побачити на прикладі великого дефіциту, закладеного в проекті бюджету на 2010 рік і нового закону, що запровадив істотне збільшення мінімальних зарплат і пенсій.

При таких важких умовах надання ліквідності у значних розмірах може мати пагубні наслідки. Експансійна політика безпосередньо (тобто через збільшення грошових агрегатів) сприяє збільшенню інфляції. Крім того негативний вплив на інфляційні очікування створить додатковий тиск на ціни. Нарешті, велика частина додаткової ліквідності може перетворитись на попит на іноземну валюту, враховуючи існування широко розповсюджених очікувань девальвації. В результаті гривня може ще більше знецінитись проти головних міжнародних валют, таким чином погіршуючи збільшуючи негативний вплив девальвації на зобов'язання та активи в іноземній валюті, а також інфляційний тиск. Нарешті, експансійна фіскальна політика не дозволяє збільшення монетарного стимулу.

Висновок: напрямок монетарної політики в Україні повинен бути обмежувальним, з огляду на дуже несприятливі умови щодо інфляції, інфляційних очікувань, обмінного курсу й фіскальної політики.

[1] Дивіться консультативну роботу про інфляційні очікування, щоб ознайомитись з детальним обговоренням принципів та вимірювання інфляційних очікувань: "Інфляційні очікування: значення і вимірювання" Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, Консультаційна робота 02, червень 2008 року

2.2 Як виміряти напрямок монетарної політики?

Оцінка напрямку монетарної політики в будь-якій країні є нетривіальним завданням. Є широкий діапазон змінних, які можуть використовуватись для такої оцінки, такі як темпи зростання різних грошових агрегатів, процентні ставки, за якими центральні банки надають позики комерційним банкам, нормативи резервування за банківськими вкладами та кон'юнктура ринку щодо ліквідності та процентних ставок. Крім того відносна важливість таких змінних не зовсім очевидна[2].

Просте, але ефективне правило для того, щоб оцінити напрям кредитної політики використовує поняття "реальної процентної ставки", тобто різниці між номінальною процентною ставкою й рівнем інфляції. Відповідно до цього правила, напрям монетарної політики може бути отриманий на основі реальних процентних ставок: високі реальні процентні ставки означають обмежувальну політику, а низькі реальні процентні ставки означають експансійну політику. Хоча на питання які ставки є "високими", а які "низькими", не легко відповісти, від'ємні реальні процентні ставки безперечно є ознакою експансійної монетарної політики. Як показано на рис. А.1 (див. Додаток), позитивні процентні ставки переважали в більшості країн у період з 2004 по 2007 рік.

Але перш ніж застосувати це емпіричне правило до України, ми повинні вирішити методологічні проблеми. А саме, існує декілька способів обчислити реальну процентну ставку, оскільки обидва компоненти (номінальна процентна ставка, інфляція) можуть бути визначені і вимірювані по-різному.

Повна інфляція проти базової інфляції

Перше рішення - вибір показника інфляції. Хоча повний індекс споживчих цін (ІСЦ) є індикатором, що краще відображає зміну вартості споживчого кошика, на нього можуть впливати зміни регульованих цін, тимчасові й мінливі шоки пропозиції і т.д., тобто фактори в основному поза контролем центрального банку. Тому, були розроблені показники базової інфляції, які намагаються вилучити такі мінливі компоненти.

Надалі ми будемо використовувати повний ІСЦ, оскільки це - головний індикатор інфляції в Україні. Однак, з ми також проведемо обчислення, використовуючи базову інфляцію з кінця 2008 року(коли такий показник був доступний протягом 12 місяців).

Очікувана проти фактичної інфляції

Реальна процентна ставка звичайно розраховується на основі очікуваної інфляції, оскільки це поняття, що стосується майбутнього ("реальна процентна ставка *ex ante*"). Однак, така інфляція невідома, що обмежує її використання в емпіричних обчисленнях. Замість цього в такій роботі звичайно користуються фактичною інфляцією ("реальна процентна ставка *ex post*"). Ми використовуємо в наших обчисленнях це поняття.

Номінальна процентна ставка

Також повинна бути визначена номінальна процентна ставка. Оскільки ми обговорюємо процентні ставки монетарної політики, це повинна бути ставка, встановлена НБУ. Тут ми використовуємо ставку НБУ по кредитам овернайт, забезпеченим державними облігаціями, оскільки це головний звичайний інструмент надання ліквідності.

Висновок: В цій роботі ми визначаємо "реальну процентну ставку" як різницю між ставкою рефінансування НБУ для забезпечених кредитів овернайт і фактичним рівнем повної інфляції (темпи зростання ІСЦ).

2.3 Яким є поточний напрямок монетарної політики в Україні?

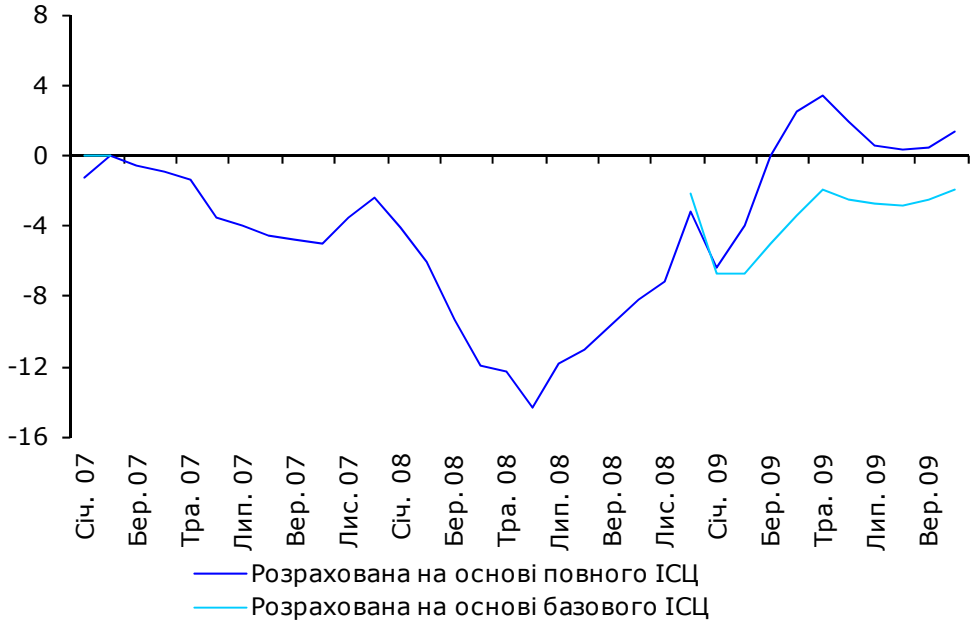
Рисунок 1 показує динаміку реальної процентної ставки в Україні, як визначено в підрозділі 2.2. З січня 2007 року до березня 2009 реальна процентна ставка від'ємна. Як пояснено вище, це - ознака експансійної монетарної політики. Отже, високий рівень інфляції за цей період пояснюється переважно експансійною монетарною політикою. Тільки у квітні 2009 року монетарна політика стала більш обмежувальною, а реальні процентні ставки стали

[2] В літературі пропонується декілька індикаторів для вимірювання позиції монетарної політики. Див. наприклад Fung/Yuan (1999) and Cespedes et al. (2005) для відповідного огляду.

додатними. На сьогодні реальна процентна ставка є дещо більшою нуля і становить 1,4% (ставка монетарної політики НБУ для забезпечених позичок 15,5%- зростання ІСЦ на 14,1%). Якщо ми використаємо базову інфляцію для того, щоб обчислити реальну процентну ставку станом на сьогодні (друга крива, що починається в грудні 2008 року на Рис. 1[3]), реальна процентна ставка негативна і становить -2,0% (ставка монетарної політики НБУ для забезпечених позичок 15,5% - базова інфляція 17,5%).

Рисунок 1:

Реальні процентні ставки в Україні



Джерело: НБУ, Держкомстат, власні очікування

Примітка: Реальні процентні ставки обчислені, використовуючи фактичну інфляцію.

Висновок: За оцінкою на основі реальних процентних ставок, монетарна політика була дуже експансивною в останні роки і тільки стала більш обмежувальною з квітня 2009 року. ослаблення політики означатиме повернення до експансіоністської політики.

Рекомендація 1(короткострокова): ослаблення монетарної політики, відповідно до пропозицій ряду урядовців, не буде в інтересах країни. Замість цього НБУ повинен зберігати існуючу, дещо обмежувальну, політику. Це означає, що поки що процентну ставку по кредитам овернайт змінювати не потрібно.

В майбутньому, монетарна політика повинна залишитися дещо обмежувальною; оскільки сповільнення інфляції буде повільним (висока інерція інфляції), і інфляція залишиться двозначною протягом деякого часу. Це буде також підтримувати інфляційні очікування на високому рівні. Відповідно до опитування підприємств, проведеного НБУ, інфляційні очікування (ріст ІСЦ за наступні 12 місяців) у третьому кварталі збільшились до 17,5% у порівнянні з 15,4% у другому кварталі. 63% респондентів очікували інфляцію більш ніж 15% дпр[4]. Однак, інфляційні очікування залишаються меншими чим у перших двох кварталах 2009 року.

Рекомендація 2(середньострокова): Оскільки інфляція поступово падає, політика може стати менш обмежувальною з часом, що дозволить зменшити ставки монетарної політики. Однак, позитивні реальні процентні ставки повинні бути збережені.

[3] Менший обсяг даних пояснюється тим, що базову інфляцію до відповідного місяця попереднього року можна розрахувати з грудня 2008 року.

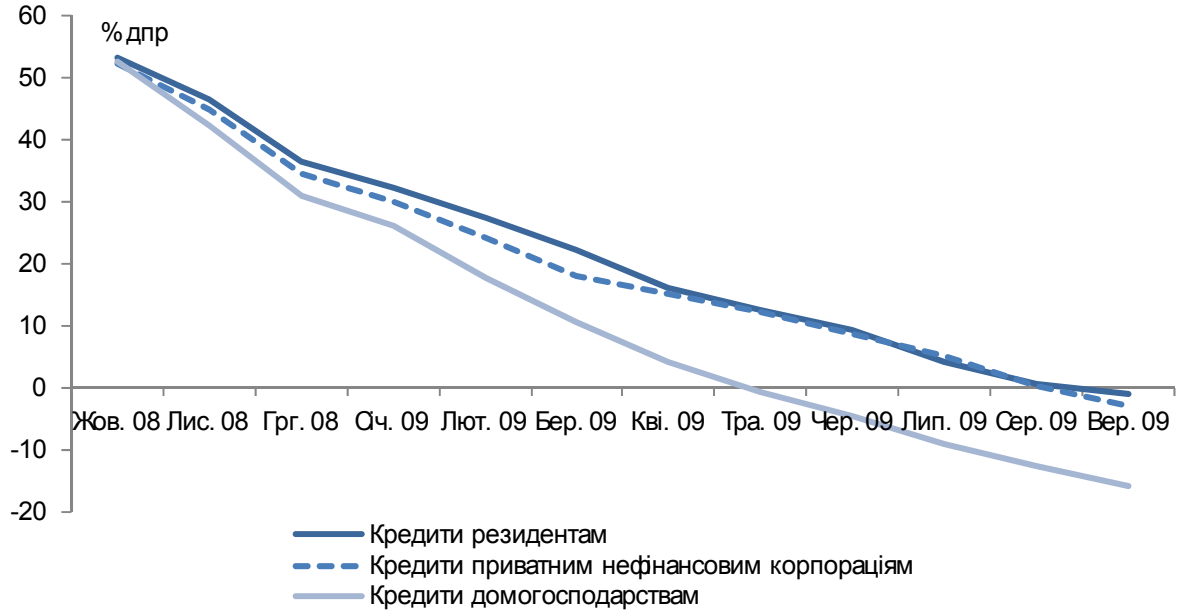
[4] Головні результати дослідження очікувань підприємств України в третьому кварталі 2009 року. Звіт доступний за адресою http://www.bank.gov.ua/Publication/research/Pub0309.pdf

2.4 Обмежувальна монетарна політика та обмеження кредитування

Наша рекомендація щодо продовження обмежувальної монетарної політики, найбільше ймовірно зіштовхнеться з наступним аргументом: "Україна не тільки має проблеми у фінансовому/монетарному секторі, але також і в реальному секторі. Зокрема відсутність доступу до кредитів(обмеження кредитування) є важливою перешкодою для економічного росту. Враховуючи обмеження кредитування, НБУ необхідно надавати більше ліквідності, тобто проводити експансійну монетарну політику.

Обмеження кредитування безперечно існує, як показує Рисунок 2:

Рисунок 2:
Зростання кредитів (номінальне)



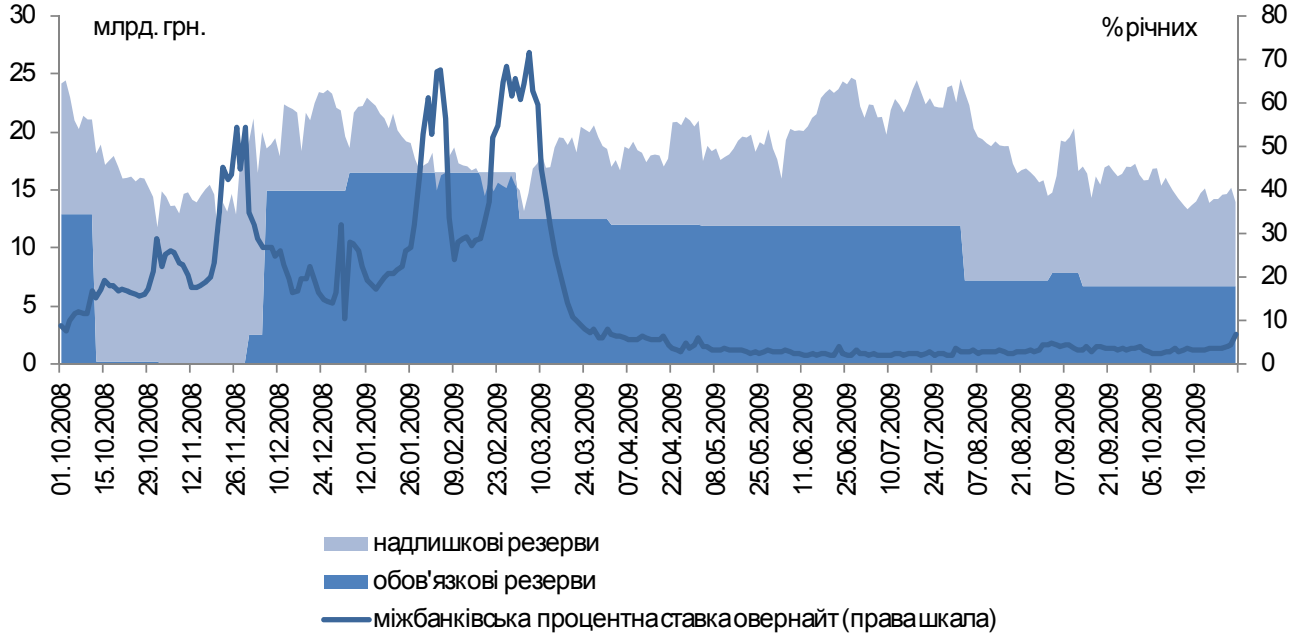
Джерело: НБУ, власні обчислення

Примітка: Протягом всього періоду сума кредитів були перерахована використовуючи офіційні обмінні курси станом на 30 вересня 2009 року.

Але на нашу думку, головна причина обмеження кредитування - не відсутність ліквідності, а нестача довіри. Банки зараз мають істотну кількість надлишкових резервів на рахунках в НБУ, що показує відсутність нестачі ліквідності. Аналогічно, процентні ставки грошового ринку відносно низькі. Обидва індикатори показано на Рис. 3:

Рисунок 3:

Банківські резерви в НБУ та процентна ставка грошового ринку



Джерело: НБУ, власні обчислення

Примітка: Обов'язкові резерви оцінені на основі місячних даних та відповідних постанов НБУ. Обов'язкові резерви, що перераховані на спеціальні рахунки в НБУ на графіку не показані.

Те, що банки зберігають кошти в НБУ замість того, щоб надавати позики компаніям, показує відсутність довіри до системи. Якість активів банків продовжує погіршуватись і частка проблемних кредитів зростає. Водночас існує загроза раптового вилучення частини банківських вкладів. Внаслідок поєднання цих факторів банки навряд чи будуть активно надавати кредити. В результаті трансмісійний механізм монетарної політики ушкоджений, наприклад, монетарні стимули НБУ не впливають на реальні змінні такі як виробництво та зайнятість. Головне завдання для НБУ в цій ситуації це сприяння відновленню макроекономічної стабільності, тому що це - вирішальний фактор для відновлення довіри. При вливанні більшої кількості грошей у систему довіра не буде збільшуватися, але може навпаки зменшитись. Таким чином, це неправильний шлях для боротьби з обмеженням кредитування за існуючих умов.

Висновок: проблема обмеження кредитування в Україні серйозна, але вона може й не повинна вирішуватись через експансійну монетарну політику. Замість цього НБУ повинен зосередитися на тому, щоб відновити макроекономічну стабільність, оскільки це в кінці кінців допоможе банкам відновити нормальний процес кредитування.

3. Інструменти монетарної політики

Аналіз монетарної політики визначає, який напрямок вона повинна мати, щоб досягти поставлених цілей, тобто надає важливу інформацію щодо подальшого курсу монетарної політики. Наступним кроком є виконання рішень монетарної політики на операційному рівні. В цьому розділі ми проаналізуємо і оцінимо існуючі інструменти НБУ, також використовуючи міжнародні порівняння.

3.1 Короткий огляд існуючих інструментів НБУ

В 2009 році НБУ використовував позички, репо та свопи для рефінансування банків. В рамках звичайних операцій рефінансування за січень вересень 2009 року оборот репо становив 0,5 млрд. грн., свопів – 1,4 млрд. грн. за січень-вересень 2009. Значна частина цих

коштів була надана в березні. НБУ також надав 12,7 млрд. грн. рефінансування овернайт[5], і 0,8 млрд. грн. позичок до 14 днів[6]. Для рефінансування овернайт під забезпечення та без нього використовується відповідна ставка монетарної політики (зараз 15,5% і 17% відповідно).

Крім того, НБУ використовує облікову ставку. Відповідно до закону про Національний банк, облікова ставка використовується для обліку векселів наданих комерційними банками для рефінансування. Облікова ставка - найнижча з різних ставок рефінансування та індикатор монетарної політики. Якщо облікова ставка змінюється, ставки рефінансування звичайно також змінюються. У минулому НБУ використовував облікову ставку для операцій монетарної політики, однак зараз вона не використовується[7].

Спочатку можна звернути увагу на велику невідповідність між існуючим рівнем облікової ставки(10,25%) та базовими ставками рефінансування овернайт(15,5% і 17%). Облікова ставка сигналізує дуже експансійну монетарну політику, оскільки вона перетворюється в реальну процентну ставку 3,85%. Це може негативно впливати на інфляційні очікування приватного сектора. Крім того, оскільки ліквідність надається НБУ за вищою ставкою, це ускладнює розуміння монетарної політики НБУ.

Основним елементом успішного переходу до таргетування інфляції (ТІ), що є метою НБУ згідно до основ грошово-кредитної політики, є чітка і прозора стратегія комунікації щодо монетарної політики. Це випливає із необхідності отримати довіру та прив'язати(все ще високі) інфляційні очікування під час переходу до ТІ. Продовження використання облікової ставки в існуючій спірній формі при комунікації із громадськістю посилає сумнівні і незрозумілі сигнали і не відповідає вимогам для переходу до ТІ.

Рекомендація 3: Облікова ставка повинна дорівнювати базовій ставці, що фактично використовується для рефінансування. Таким чином НБУ може оптимально сигналізувати напрям монетарної політики і керувати ліквідністю на грошовому ринку.[8]

3.2 Довгострокова міжнародна точка відліку: Інструменти Європейського центрального банку

На *стратегічному* рівні рішення монетарної політики приймаються, щоб досягти кінцевої мети, наприклад цінової стабільності. Конкретний зв'язок між кінцевою метою та проміжними цілями/індикаторами такими як процентні ставки, грошові агрегати, обмінні курси і т.д. є частиною стратегії монетарної політики центрального банку. На *тактичному* рівні успішне виконання таких рішень досягається, використовуючи як інструменти так і операційні цілі. Ці елементи звичайно є частиною операційної структури центральних банків.

Інструменти монетарної політики в розпорядженні Європейського центрального банку (ЄЦБ)[9] можуть бути розділені на 3 групи, як показано у Вставці 1 :

[5] Середньоденна сума 70 млн. грн.

[6] Спеціальні операції рефінансування для проблемних банків (що складали найбільшу частину кредитів рефінансування) проводились у формі позичок на довші строки(до 1 року та більше)

[7] Облікова ставка має функції не пов'язані з монетарною політикою. Облікова ставка(або похідні від неї ставки) широко використовується в законах, нормативно-правових актах, контрактах як процентна ставка для розрахунку пені, зборів, штрафів, як процентна ставка у випадку якщо процентна ставка не вказана в договорі та як процентна ставка для різних державних програм кредитування.

[8] Тут існує аналогія до валютного ринку, де існує схожа ситуація. Офіційний курс не має безпосереднього зв'язку з ринковим(міжбанківським) курсом, по якому проводяться операції. Це створює невизначеність, ускладнює оцінку монетарної політики та негативно впливає на довіру до НБУ.

[9] Подальший матеріал стосується Євросистеми, тобто ЄЦБ і національних центральних банків країн-членів Єврозони. Однак, ми продовжимо вживати термін ЄЦБ.

Вставка 1:

Інструменти грошово-кредитної політики Європейського центрального банку

Операції на відкритому ринку

Операції на відкритому ринку грають дуже важливу роль у впливі на процентні ставки, ліквідність керівних банків і передачу сигналів монетарної політики. Європейський центральний банк проводить чотири типи таких операцій: головні операції рефінансування, операції рефінансування на довший строк, операції тонкого регулювання та структурні операції.

Постійні кредитні та депозитні лінії

Постійні лінії створені з метою надання та вилучення ліквідності на розсуд окремих банків. Відповідно, вони складаються із двох компонентів: кредитної та депозитної лінії.

Резервні вимоги

Банки мати резерви у розмірі певної частки (зараз 2 %) резервної бази (вклади, боргові цінні папери, і т.д.). На ці резерви нараховується процентна ставка у розмірі ставки по основним операціям рефінансування.

Ставка за основними операціями рефінансування - ключова ставка монетарної політики ЄЦБ. Навколо цієї ставки кредитна та депозитна лінії формують прозорий і явний симетричний коридор[10]. Згідно "моделі коридору" ЄЦБ прагне регулювати ринкові процентні ставки за позиками овернайт та давати чіткий сигнал щодо напрямку монетарної політики при нормальних обставинах. Відповідно до теорії монетарної трансмісії, керування короткостроковими ставками на грошовому ринку дозволяє керувати економічною активністю (в короткостроковому плані) і в остаточному підсумку, інфляцією.

Висновок(довгостроковий): Під час перехідного періоду до повноцінноготаргетування інфляції НБУ повинен розвинути і поліпшити свою операційну структуру. "Модель коридору" процентних ставок ЄЦБ може бути важливим прикладом досягнення чіткого інформування про напрямок монетарної політики, що повинно бути одним з найважливіших пріоритетів НБУ.

4. Використання існуючих інструментів

В попередньому розділі продемонстровано, що центральному банку важливо мати правильні інструменти для проведення монетарної політику. Стало ясно, що необхідні деякі зміни для переходу від фіксованого обмінного курсу до внутрішніх цілей монетарної політики, тобто таргетування інфляції. Водночас, важливо використати існуючі інструменти таким чином, щоб гарантувати нормальне функціонування банківського сектору. Вирішальна передумова для цього - доступ банків до позичок НБУ в будь-який час, якщо вони виконують об'єктивні вимоги, мають належне забезпечення і готові заплатити необхідну ціну (тобто процентну ставку) за ліквідність.

На думку багатьох спостерігачів, доступ до позичок НБУ є проблемним для багатьох українських банків. Після початку кризи НБУ надав великі суми рефінансування для деяких банків, особливо проблемних. Зокрема рефінансування (тобто позички) надані в межах програм фінансового оздоровлення проблемних банків, становило 44,2 млрд. грн. за січень-вересень 2009 року. З іншого боку, відносно стійкі банки не отримали рефінансування або отримали дуже невелике рефінансування. НБУ надав лише 12,7 млрд. грн. рефінансування овернайт та 2,7 млрд. грн. рефінансуванні на довший строк через звичайні канали.

Відсутність доступу декількох банків до рефінансування НБУ має дуже негативний вплив, особливо в контексті поганого функціонування міжбанківського ринку, як це відбувається

[10] Зараз основна ставка рефінансування 1%, ставка за кредитною лінією 1,75% та депозитною лінією 0,25%. Див рис. А.2 додатку

сьогодні. Внаслідок цього позички комерційних банків реальному сектору стають дорожчими, тобто процентні ставки стають вищими. Крім того зменшуються кількісні обсяги кредитування, що сприяє обмеженню кредитування.

Рекомендація 4: Рівний доступ до умови ліквідності НБУ повинен бути забезпечений для всіх банків, що виконують об'єктивні критерії щодо надання належного забезпечення по кредиту і що готові заплатити відповідну ціну за ліквідність.

Хоча розрізнити надання ліквідності і підтримку платоспроможності на практиці дуже важко, наявні докази свідчать, що в Україні скоріш за все занадто активно проводиться підтримка ліквідності, можливо на заміну необхідної рекапіталізації. Використання спеціального рефінансування НБУ, щоб постійно підтримувати слабкі і в основному неплатоспроможні банки досить небезпечно із монетарної точки зору. Якщо позички надані в рамках спеціальних кредитних операцій не будуть повернуті, монетарна база не зменшиться автоматично, але постійно залишиться на вищому рівні. Крім того, втрати, що випливають із таких дій, можуть негативно вплинути на капітал НБУ, і в кінці кінців перешкоджати НБУ виконувати свої функції.

Рекомендація 5: Роль НБУ як кредитора останньої інстанції до проблемних банків повинна бути переглянута. Якщо необхідна рекапіталізація окремих системних банків, інші установи (тобто Міністерство фінансів) повинні займатись рекапіталізацією, відповідно до міжнародного досвіду під час кризи.

5. Висновки

Перехід від системи фіксованого обмінного курсу до таргетування інфляції - довгий процес із багатьма технічними і політичними проблемами. Вирішальна проблема, з якою стикнулись в багатьох країнах, - тиск політиків щодо пом’якшення монетарної політики. Зараз, політиуи з різних партій звертаються до НБУ із проханням пом’якшити обмежувальну монетарну політику. Але як докладно пояснено в цій роботі, пом’якшення політики створило б додаткові проблеми (вища інфляція, слабша валюта), без значних позитивних наслідків для реального сектору. Обмеження кредитування відбувається головним чином через нестачу довіри, а не ліквідності.

Подальша проблема стосується розвитку інструментів і комунікації політики через ці інструменти. Сьогодні, облікова ставка займає центральне місце у комунікації НБУ. Але ця ставка не використовується для конкретних операцій. Кредитування проводиться під 15,5% (забезпечені позички) і під 17,0% (незабезпечені позики), а облікова ставка становить тільки 10,25%. Такий низький відсоток вказує на експансійну монетарну політику і посилає неправильні сигнали економічним агентам, у такий спосіб створюючи високі інфляційні очікування. На нашу думку, тут є багато простору для вдосконалення.

Нарешті, при таргетуванні інфляції все банки повинні виконувати однакові об'єктивні критеріями, щоб позичати в центрального банку. НБУ повинен у такий спосіб створити рівні умови для всіх банків. Крім того, ліквідність повинна забезпечуватись в першу чергу сильним і платоспроможним банкам, які відіграють важливу роль у фінансуванні реального сектора економіки. Слабкий і фактично неплатоспроможні банки не підтримуватись ліквідністю від НБУ, тому що це зменшує власний капітал НБУ. Замість цього окрема установа повинна мати справу з проблемними банками.

Посилання Brazil

Céspedes/Lima/Maka/Mendonça (2005): Measuring Monetary Policy Stance in Brazil, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) Discussion Papers No. 1128.

ЄЦБ (2009): Місячний бюлетень, Європейський центральний банк,листопад 2009 року.

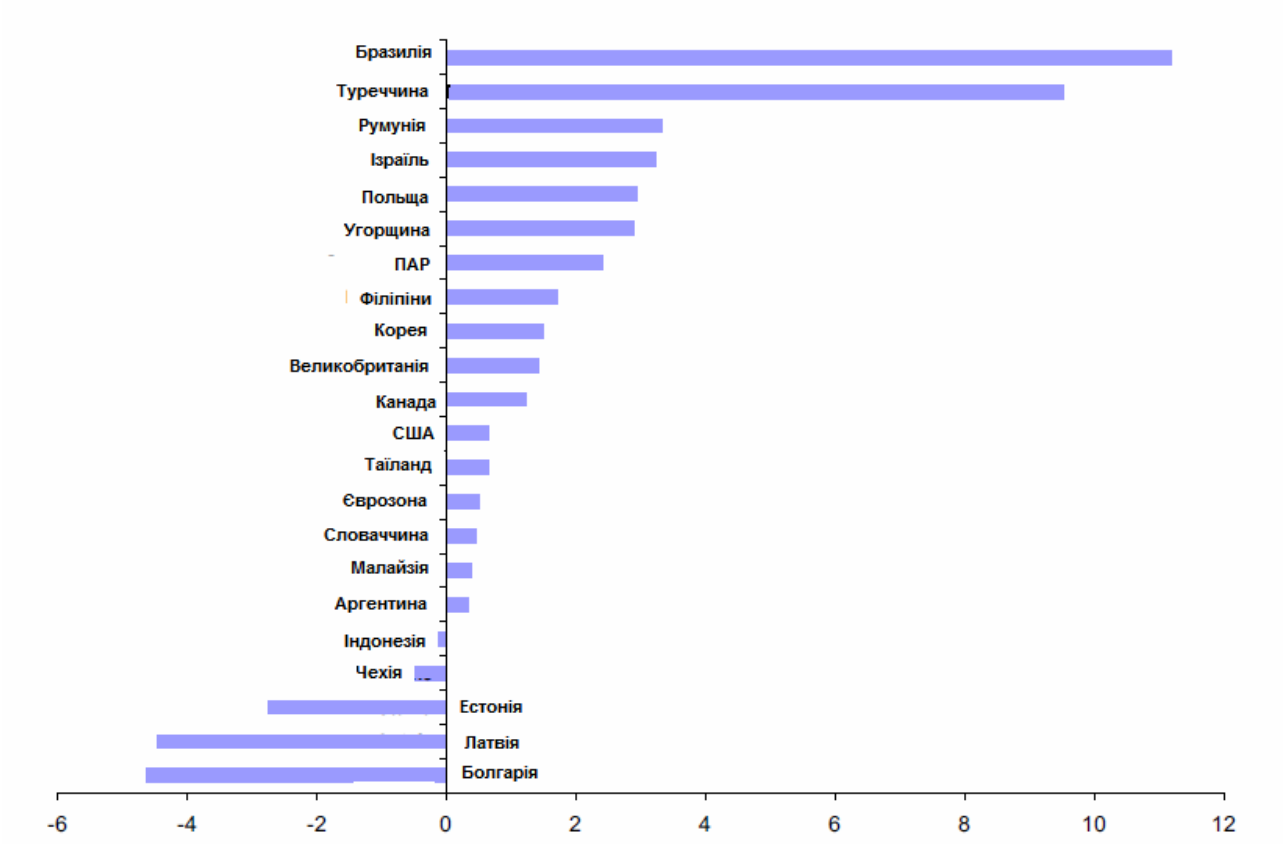
Fung/Yuan (1999): Measuring the stance of monetary policy, Proceedings of the Conference Money, Monetary Policy, and the Transmission Mechanisms, held by the Bank of Canada, p. 233-262.

Kannan (2008): Perspectives on High Real Interest Rates in Turkey, IMF Working Papers WP/08/251.

Кірхнер/Джуччі/Сучок/Кузяків/Мовчан(2008): Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, консультативна робота РР 02, червень 2008 року.

Додаток

Рисунок А.1 Реальні процентні ставки (середні за 2004-2007 рік, в %)

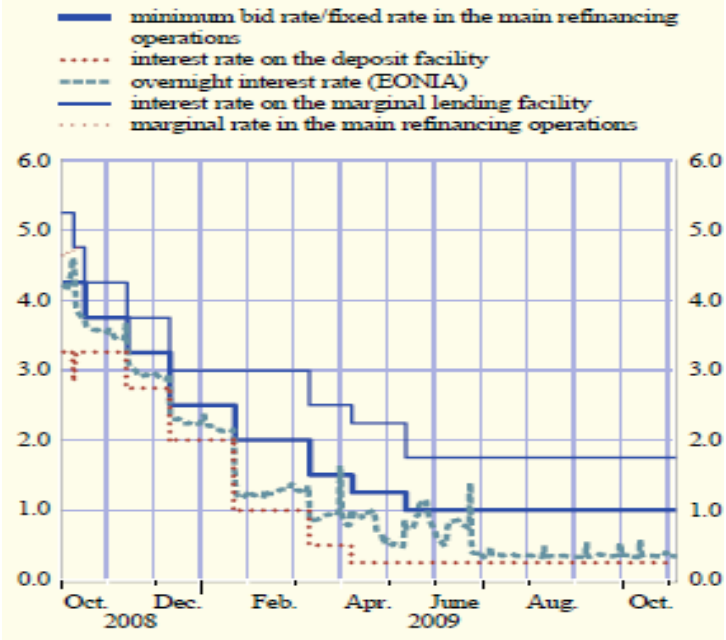


Джерело: Kannan (2008)

Примітка: Естонія, Латвія та Болгарія мають currency board

Рисунок А.2

ЄЦБ: Коридор ставок монетарної політики та процентні ставки грошового ринку



Джерело: ЄЦБ (2009)

Список останніх консультативних робіт

- Адміністративні заходи для підтримки гривні: Належний інструмент валютної політики?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 05, жовтень 2009 року
- «Газовий» виклик: щодо забезпечення транзиту природного газу і стабілізації внутрішнього ринку в Україні, Фердінанд Павел, Дмитро Науменко, консультативна робота РР 04, липень 2009 року
- Тільки швидка приватизація «Укртелекому» зможе забезпечити подальший розвиток сектору телекомунікацій в Україні, Ларс Хандріх консультативна робота РР 03, липень 2009 року
- Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 02, липень 2009 року
- Роль торгівельної політики в скороченні дефіциту рахунку поточних операцій в Україні – міжнародний досвід, Крістіан Хелмерс, Вероніка Мовчан, Рікардо Джуччі та Катерина Куценко, консультативна робота РР 01, березень 2009 року
- Створення ринку валютних деривативів в Україні: порядок заходів, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Алла Кобилянська, консультативна робота РР 09, грудень 2008 року
- Оцінка наслідків тривалого економічного спаду на пенсійне страхування в Україні: сподіваємось на краще, але готуємось до найгіршого!, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота РР 09, грудень 2008 року.
- Депозитне страхування в Україні: Час для Реформи?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, консультативна робота РР 08, листопад 2008 року
- Принципи і способи функціонування адресної соціальної допомоги: рекомендації для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота РР 07, жовтень 2008 року
- Проблема «європейських газових цін» в Україні, Фердінанд Павел, Інна Юзефович, консультативна робота РР 06, жовтень 2008 року
- Інфляція в Україні: Результати емпіричного дослідження та рекомендації щодо економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Енцо Вебер, консультативна робота РР 05, жовтень 2008 року
- Житлове будівництво в Україні: Причини поточної кризи та висновки для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Роман Возняк, консультативна робота РР 04, жовтень 2008 року
- Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота РР 03, червень 2008 року
- Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, консультативна робота РР 02, червень 2008 року
- Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота РР 01, червень 2008 року
- Державно-приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України: Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд Павел, консультативна робота W16, лютий 2008 року

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.com.ua/ua/arhives_papers.php. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua