

Шелудько Сергій Андрійович
аспірант кафедри банківської справи
Одеського національного економічного університету

ОБЛІКОВА СТАВКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ЯК ІНСТРУМЕНТ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Статтю присвячено встановленню місця та значення облікової ставки центрального банку серед інструментів валютного регулювання. Автором визначено переваги та недоліки застосування облікової ставки у валютному регулюванні, охарактеризовано нормативну базу її використання в Україні. На основі аналізу емпіричних відомостей виявлено суттєві недоліки у регулюванні НБУ облікової ставки, запропоновано заходи щодо їх усунення.

Ключові слова: валютне регулювання, динаміка валютних операцій, інфляція, кон'юнктура кредитного ринку, облікова ставка, пропозиція іноземної валюти.

Постановка проблеми. Розвиток економіки будь-якої країни ґрунтується, серед іншого, на кредитуванні банками суб'єктів підприємництва. Активність надання позичок залежить, головним чином, від центрального банку (далі – ЦБ), який регулює середній рівень відсоткових ставок у країні через зміну облікової ставки: чим меншою вона є, тим дешевшими є позички і тим швидше зростатиме економіка. На цьому тлі цьогорічне рішення Національного банку України (далі – НБУ) суттєво підвищити облікову ставку в умовах стагнації виглядає, щонайменше, непереконливо, що й зумовлює актуальність дослідження особливостей управління обліковою ставкою в Україні та визначення її місця серед інструментів валютного регулювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Визначенню теоретичних підвалин і аналізу практичного застосування облікової ставки як інструмента монетарного та валютного регулювання присвячені праці багатьох знаних економістів: як зарубіжних, зокрема Нобелівських лауреатів Пола Кругмана та Роберта Мандела, а також Джона Тейлора та Джефрі Френкеля, так і українських, серед яких варто назвати О. І. Береславську, А. С. Гальчинського, О. В. Дзюблюка, Ф. О. Журавку, В. І. Міщенко та інших.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Дослідження цих і решти вчених характеризуються значною розбіжністю у поглядах на сутність і значення облікової ставки ЦБ. Саме тому актуальним є узагальнення їх висновків задля формулювання зваженого погляду на теорію та практику застосування облікової ставки в монетарному та, особливо, валютному регулюванні. Не менш важливим є й удосконалення отриманих раніше результатів через аналіз останніх емпіричних фактів.

Мета статті. Отже, метою цього дослідження є наукове обґрунтування сутності облікової ставки ЦБ та визначення її значення як інструмента валютного регулювання.

Виклад основного матеріалу. Облікову ставку ЦБ доцільно визначати як процентну ставку, з урахуванням якої ЦБ здійснює операції з обліку векселів (редисконтування), кредитування банків (надання їм позичок рефінансування) та обчислення штрафів і пені за порушення нормативів. За результатами попередніх досліджень нами було встановлено, що вона є адміністратив-

ним інструментом валютного регулювання з опосередкованим впливом [10, с. 167]. Це пояснюється тим, що застосування облікової ставки завжди пов'язане з імперативним впливом регулятора на банківську систему та кредитний ринок, але цей вплив, як такий, не обов'язково призводить до зміни вектору розвитку валютних відносин. Передовсім, облікова ставка визначає кон'юнктуру на ринку кредитних ресурсів, адже слугує основою обчислення відсоткових ставок за кредитними операціями банків (депозитними і позичковими).

Необхідність зміни відсоткових ставок на кредитному ринку визначається обліковою політикою, яка за своєю сутністю є процесом обрання цільових показників ринкових ставок і методів їх досягнення (серед яких як зниження, так і підвищення облікової ставки). Зазначимо, що методом використання облікової ставки у валютному регулюванні є зміна її рівня, а не облікова (процентна) політика, що впливає з наведеного вище змісту цього поняття. Тому для окреслення дій ЦБ з обґрунтування необхідного значення цієї ставки, а також дій з її фактичного встановлення коректніше використовувати термін «управління обліковою ставкою».

Облікова ставка є одним із найпопулярніших у світі інструментів грошово-кредитного та валютного регулювання [4, с. 294-295]. На наш погляд, це обумовлюється трьома основними мотивами: по-перше, встановлення певного рівня облікової ставки та його зміна знаходяться в одноосібному розпорядженні ЦБ; по-друге, застосування ним цього інструменту не вимагає значного часу та жодних витрат; по-третє, ефект від зміни рівня цієї ставки достатньо просто виміряти кількісно, адже він має свій прояв у зміні номінальних процентних ставок за позичками та депозитами на внутрішньому кредитному ринку.

Застосування облікової ставки у валютному регулюванні має і свої недоліки, адже її вплив на валютні відносини є опосередкованим. Це пояснюється тим, що в умовах низької облікової ставки операції з рефінансування є настільки доступними, що мотивація банків до залучення коштів на кредитному ринку суттєво знижується [2, с. 15]. У разі ж, коли у банківській системі певної держави існує значна кількість банків з іноземним капіталом (тобто, з безперешкодним доступом до кредитних ресурсів, номінованих в іноземній валюті), вплив облікової ставки на рівень середньо-

зважаючи на валютні позичкових і депозитних ставок до певної міри нівелюється дешевизною інвалютних активів, що надходять на ринок.

В Україні законодавчо управління обліковою ставкою цілком покладене на НБУ, Правління якого уповноважене приймати рішення щодо її зміни [6, ст. 15, 27]. Такі дії Закон називає «дисконтною валютною політикою», нормативно визначений зміст якої – регулювання руху капіталу, балансування платіжних зобов'язань і коригування валютного курсу [6, ст. 46] – навряд чи можна ототожнювати зі встановленням орієнтирів розвитку валютних відносин (фактично все це є заходами з досягнення запланованих показників).

Таким чином, сьогодні в Україні *de iure* дисконтна політика ототожнюється зі зменшенням облікової ставки, а з того, що здійснення будь-яких практичних дій без наявного довгострокового плану не має сенсу, випливає, що причиною неефективного управління обліковою ставкою є, зокрема, недосконалість нормативно-правового забезпечення цього процесу.

НБУ регулярно змінює рівень облікової ставки, однак найбільшою частотою її коливання відзначилися 1994–1998 рр., коли розмір ставки встановлювався мало не щомісяця. Впливаючи на нижню границю відсоткових ставок на кредитному ринку певної країни, облікова ставка тим самим впливає на формування ціни капіталу, а відтак – є одним з найважливіших чинників зростання чи падіння обсягів іноземних інвестицій, що завжди супроводжуються припливом і відтоком іноземної валюти з грошового ринку.

Цілком зрозуміло, що за таких умов облікова ставка, як інструмент монетарного та валютного регулювання, безпосередньо впливає як на реальне економічне зростання (через регулювання обсягів інвестування із-за кордону), так і на цінову стабільність (адже такі інвестиції розширюють пропозицію іноземної валюти на внутрішньому ринку, а відтак – збільшують грошову масу), яка тісно пов'язана зі співвідношенням об-

сягів випуску продукції та грошової пропозиції. Саме тому доцільним є порівняння зміни рівня облікової ставки з динамікою Індексу споживчих цін (ІСЦ) і реального ВВП (рис. 1).

На рис. 1 видно, що протягом досліджуваного періоду найбільшого рівня облікова ставка сягала в 1995 р. (110%) і 1998 р. (60%), а впродовж 2002–2013 рр. загалом не перевищувала 12% (рівень 2008 р.), і лише в 2015 р. досягла 30% (востаннє такий рівень спостерігався в 2000 р.). Констатуємо, що суттєве підвищення ставки відбувалося, як правило, підчас кризового етапу, тобто для стримування негативного впливу на економіку НБУ послідовно вдається до політики «дорогих грошей».

Аналіз представлених на рис. 1 темпів зростання ІСЦ свідчить, що за останні 20 років цей показник, у порівнянні з 1991 р., зріс майже в 450 тис. раз, з них лише впродовж 2014 – I півр. 2015 рр. – майже в 200 тис. раз, що не можна вважати показником економічної стабільності.

Що ж стосується динаміки реального сектора (обчисленої через зростання реального ВВП у цінах 1991 р.), то на рис. 1 видно, що протягом аналізованого періоду дійсні обсяги виробництва в Україні тільки скорочувалися, і навіть не досягли рівня 1991 р. Хоча на початку 2009 р. реальний сектор становив майже 75% базисного року, фінансова криза зрештою нанівець усі досягнення, і з 2014 р. (після незначного зростання в 2010–2013 рр.) обсяги реального ВВП знову почали скорочуватися. Цей аналіз показав, що зміни рівня облікової ставки НБУ майже не корелювали з динамікою реального виробництва та споживчою інфляцією в Україні.

2 березня 2015 р. Правління НБУ прийняло Постанову № 154 «Про регулювання грошово-кредитного ринку», згідно з якою облікова ставка вперше за 15 років сягнула рівня 30%. Така міра пояснювалася необхідністю вжити заходи для «зниження напруги на грошово-кредитному ринку» [7].

Варто зазначити, що високий рівень облікової ставки суттєво звужує дію процентного каналу кредитування, що згубно впливає на економічний розвиток. Відповідно, за низького рівня облікової ставки дія цього каналу розширюється, а зростання економіки відбувається за рахунок припливу іноземних інвестицій.

Саме тому підвищення ключової ставки до такого високого значення є дуже жорсткою мірою регулювання (що, доречі, визнавалося й самим НБУ), яка жодним чином не може слугувати сигналом до поліпшення ситуації хоча б в середньостроковій перспективі, а відтак – не вгамовує ринкову паніку. З цього випливає, що прийняття рішення про збільшення облікової ставки мотивувалося неназваними, глибинними причинами. Аби наблизитися до їх розуміння, спершу порівняємо основні ставки в країні з обліковою (таблиця 1).

Як видно з даних табл. 1, протягом практично усього досліджуваного періоду зберігалася природне положення, коли облікова ставка є нижчою від ставки рефінансування, адже НБУ є кредитором останньої надії для банків, які прагнуть відновити свою ліквідність.

Порівнюючи облікову ставку з рівнем ставок за депозитними операціями, зазначимо, що рівень відсотків за валютними депозитами постій-

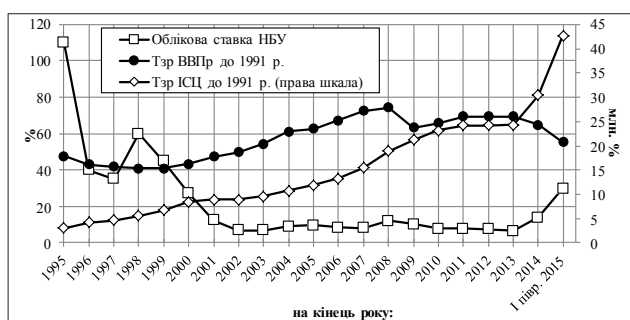


Рис. 1. Динаміка облікової ставки НБУ, реального ВВП та ІСЦ у 1995 – 2014 рр. (на кінець року) та на кінець I півр. 2015 рр., %*

Розраховано та побудовано автором за даними [3; 9]

* Темпи зростання реального ВВП до базисного 1991 р. розраховані за формулою:

Темп зростання реального ВВП конкретного року = ВВП конкретного року / ВВП 1991 року * 100%

Темпи зростання ІСЦ до базисного 1991 р. розраховані за формулою:

Темп зростання ІСЦ конкретного року = ІСЦ конкретного року / ІСЦ 1991 року * 100%

но був значно нижчим. Ставки ж за позичками в гривні в 2013–2014 рр. були вищими, ніж ставка рефінансування, в той час, як процентні ставки за інвалютним кредитуванням вже з середини 2014 р. не підкорялися динаміці облікової ставки.

Розглянемо скореговані на рівень інфляції ставки в Україні (таблиця 2).

Як видно з даних табл. 2, протягом майже всього досліджуваного періоду ІСЦ зростав темпами, що пришвидчувалися: якщо в IV кв. 2013 р. ціни зросли лише на 0,2%, то в IV кв. 2014 р. – на 22,2%, а в II кв. 2015 р. – на 58,9%. Разом з тим, скореговані на рівень інфляції номінальні ставки за операціями рефінансування та за кредитними операціями (і позичковими, і депозитними) практично постійно скорочувалися, що викликало ще більший рівень інфляції.

За результатами обчислень можна зробити істотний висновок про те, що вже з середини 2014 р. і до сьогодні реальні процентні ставки за позичками рефінансування банків Національним банком України та позичковими і депозитними

операціями банків є від'ємними через те, що квартальний приріст інфляції перевищив 10%, і у I півр. 2015 р. сягнув майже 60%. Якщо ж взяти до уваги, що сьогодні дійсна інфляція є набагато більшою за офіційні показники, відсоткові ставки мають бути ще меншими, ніж наведені в табл. 2.

Особливої уваги заслуговує те, що першими згубний вплив інфляції зазнали вклади в іноземній валюті. На перший погляд, подібна ситуація є неможливою, адже ставки за валютними операціями формуються не тільки і не стільки під впливом облікової ставки ЦБ та інфляції у певній країні, як на базі ціни ресурсів на міжнародному ринку капіталів. Але через те, що з 2014 р. в Україні діє заборона на видачу клієнтам іноземної валюти за електронними платіжними засобами [5, п. 13], сплата відсотків за інвалютними депозитами фактично здійснюється у гривні, що нівелює захищеність таких вкладів від інфляції, адже національна валюта протягом досліджуваного періоду перманентно втрачала свою купівельну спроможність.

Таблиця 1

**Облікова і відсоткові ставки за операціями банків України
у кварталному розрізі в 2013 – I півр. 2015 рр. (на кінець кварталу), %**

Період	Облікова ставка НБУ, в т.ч.		Середньозважені ставки банків за:			
	базова	середньозваж. за всіма інструм. рефінансування	позичками		депозитами	
			у нац. валюті	в ін. валюті	у нац. валюті	в ін. валюті
I кв. 2013	7,5	8,0	17,4	9,4	11,5	6,0
II кв. 2013	7,0	7,6	16,4	9,7	10,5	5,6
III кв. 2013	6,5	6,9	16,0	9,6	9,9	5,7
IV кв. 2013	6,5	6,8	16,8	8,8	11,1	6,1
I кв. 2014	6,5	11,0	18,6	8,7	13,1	6,4
II кв. 2014	9,5	15,3	18,0	9,3	13,1	6,8
III кв. 2014	12,5	16,4	17,1	9,2	11,4	6,7
IV кв. 2014	14,0	18,0	17,2	8,8	10,8	7,0
I кв. 2015	30,0	32,0	20,2	8,2	10,3	6,9
II кв. 2015	30,0	32,3	23,4	9,3	15,4	7,5

Складено автором за даними [3; 9]

Таблиця 2

**Рівень інфляції та реальні ставки за операціями банків України
у кварталному розрізі в 2013 – I півр. 2015 рр. (на кінець кварталу), %***

Період	Тпр ІСЦ	Скореговані** на рівень інфляції реальні ставки за:				
		інструментами рефінансування НБУ	позичками		депозитами	
			у нац. валюті	в ін. валюті	у нац. валюті	в ін. валюті
I кв. 2013	-0,5	8,5	17,9	9,9	12,0	6,5
II кв. 2013	-0,4	8,0	16,8	10,1	11,0	6,1
III кв. 2013	-0,3	7,2	16,3	9,9	10,2	6,0
IV кв. 2013	0,2	6,6	16,6	8,6	10,9	5,9
I кв. 2014	1,7	9,3	16,9	7,0	11,4	4,7
II кв. 2014	9,9	5,4	8,1	-0,6	3,2	-3,1
III кв. 2014	14,8	1,6	2,3	-5,6	-3,4	-8,1
IV кв. 2014	22,2	-4,1	-5,0	-13,4	-11,3	-15,2
I кв. 2015	36,3	-12,6	-16,1	-28,1	-26,0	-29,4
II кв. 2015	58,9	-26,7	-35,5	-49,6	-43,5	-51,4

Розраховано автором за даними [3; 9]

* Темпи приросту ІСЦ розраховано за формулою:

Тпр ІСЦ конкр. кв. = (ІСЦ конкр. кв. – ІСЦ попер. кв.) / ІСЦ попер. кв. * 100%

** Скореговані ставки розраховані як різниця між рівнем номінальної ставки та приростом ІСЦ.

Фактично, впродовж, принаймні, останнього року і НБУ, і банки, і їх вкладники несуть збитки за власними кредитними операціями. І якщо збитковість депозитів клієнтів банків є повсякденністю, адже обумовлюється дією закону асиметрії інформації, то витрати, які несуть банки та НБУ, є неприпустимими для нормального функціонування економіки, адже від стійкості банківської системи та кожної окремої її ланки прямо залежить стабільність господарських зв'язків між агентами ринку, тому що ці зв'язки реалізуються саме через банки.

Мусимо констатувати, що найбільш вірогідним мотивом підвищення рівня облікової ставки до 30% є намір НБУ хоч якось компенсувати втрати за операціями з рефінансування, причиною яких є стрімкий приріст рівня інфляції. Хоча мінімізація збитків як таке заслуговує на повагу, засоби його реалізації (тобто підвищення облікової ставки) не тільки не втримують інфляцію, а й скорочують і без того кволу динаміку кредитування. В свою чергу, це унеможливорює щонайменше економічне зростання, а відтак – відстрочує терміни виходу України з кризи. На наш погляд, більш обґрунтованим у даній ситуації є поступове зменшення облікової ставки до рівня 1-2%, адже лише тоді, з поживленням кредитного ринку, реалізуються перспективи щодо отримання Україною іноземних інвестицій, які сприятимуть зростанню національного доходу і виходу з кризи [8, с. 134-135].

Більш радикальним шляхом поживлення кредитування в країні є обрана Шведським Ріксбанком стратегія від'ємних відсоткових ставок: ставка репо з 28 жовтня 2015 р. складає «мінус» 0,35% [1]. За таких умов, ЦБ одержує від уповноважених банків плату за зберігання депозитів – тобто, в країні створюються умови, за яких використання кредитних ресурсів навіть з мінімальною рентабельністю (або взагалі без неї) є кращим, ніж тримання залучених вкладів на кореспондентських рахунках.

На наш погляд, таке рішення має всі шанси на успіх, адже коли в країні протягом 5-10 років поспіль провадиться експансіоністська грошово-кредитна політика, через доступність кредитних ресурсів для модернізації та розширення виробництва це викликає поживлення в реальному секторі економіки. Останнє, в свою чергу, наповнить ринок товарами вітчизняного виробництва, що позначиться на зміцненні курсу національних грошей і зростанні їх купівельної спроможності, а відтак – на збільшенні національного доходу країни.

Висновки і пропозиції. Таким чином, облікова ставка ЦБ є важливим інструментом монетарного та валютного регулювання. Її значення пояснюється здатністю впливати на рівень відсоткових ставок за кредитними операціями банків, які визначають як рівень ділової активності, так і інфляційну динаміку в країні. Втім, забезпечення процесу управління обліковою ставкою НБУ потребує вдосконалення (через те, що законодавчо регулювання облікової ставки ототожнюється з її зниженням – дисконтною політикою). В статті доведено, що сьогодні, з огляду на зростання інфляції в країні, підвищенням рівня облікової ставки (як інструмента монетарного регулювання економіки) НБУ намагається вплинути на зменшення інфляційної тенденції, що має сприяти посиленню купівельної спроможності та валютного курсу національних грошей. Однак без активних дій Уряду, спрямованих на зростання вітчизняного виробництва, дії лише НБУ, спрямовані на вихід країни з економічної кризи, не здатні змінити ситуацію на краще.

Література:

1. Repo rate decision on 27 October 2015 [Електронний ресурс]: The Riksbank Official Site. – Режим доступу: <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Press-Releases/2015/prm151028/>
2. Буковинський С. А. До питання розробки монетарної стратегії подолання стагфляційної кризи / С. А. Буковинський, Т. Є. Унковська, М. О. Джус // Науковий журнал "Економіка України". – 2015. – № 8. – С. 4-30
3. Грошово-кредитна та фінансова статистика: Фінансові ринки [Електронний ресурс]: Офіційне інтернет-представництво НБУ. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=12057279
4. Журавка Ф. О. Дисконтна політика НБУ як інструмент реалізації валютної політики держави [Текст] / Ф. О. Журавка // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України: зб. наук. пр. – Львів, 2008. – Вип. 1(69): Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція. – С. 293-298
5. Про введення додаткових механізмів для стабілізації грошово-кредитного та валютного ринків України [Електронний ресурс]: Постанова Правління НБУ від 29 серпня 2014 року № 540. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0540500-14>
6. Про Національний банк України [Електронний ресурс]: Закон України від 20 травня 1999 року № 79-IV. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
7. Про регулювання грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс]: Офіційне інтернет-представництво НБУ. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=15111488&cat_id=80928
8. Рябініна Л. М. Грошово-кредитне регулювання економіки, його методи, інструменти та механізми [Текст] / Л. М. Рябініна // Потенціал економічного розвитку в контексті європейської інтеграції: зб. наук. пр. з актуальних проблем економічних наук / Наукова організація «Перспектива». – Дніпропетровськ: Гельветика, 2013. – С. 130-140.
9. Статистична інформація: Економічна статистика [Електронний ресурс]: Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
10. Шелудько С. А. Інструменти валютного регулювання: склад, класифікація, методи застосування [Текст] / С. А. Шелудько // Вісник Одеського національного університету. Серія Економіка. – 2015. – Т. 20. – Випуск 2/2. – С. 165-168.

Шелудько Сергей Андреевич

аспирант кафедры банковского дела

Одесского национального экономического университета

УЧЕТНАЯ СТАВКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА КАК ИНСТРУМЕНТ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Аннотация

Статья посвящена установлению места и значения учетной ставки центрального банка среди инструментов валютного регулирования. Автором определены преимущества и недостатки применения учетной ставки в валютном регулировании, охарактеризована нормативная база ее использования в Украине. На основе анализа эмпирических данных выявлены существенные недостатки в регулировании НБУ учетной ставки, предложены меры по их устранению.

Ключевые слова: валютное регулирование, динамика валютных операций, инфляция, конъюнктура кредитного рынка, предложение иностранной валюты, учетная ставка.

Sheludko Sergii Andriiovych

Post-graduate Student of Banking Department

Odessa National Economic University

CENTRAL BANK'S DISCOUNT RATE AS AN INSTRUMENT OF THE FOREIGN EXCHANGE REGULATION

Summary

The article is dedicated to the ascertainment of the place and importance of central bank's discount rate among instruments of the foreign exchange regulation. It is identified by the author advantages and disadvantages of using the discount rate in the foreign exchange regulation, described the legal basis of its use in Ukraine. Based on the analysis of empirical data it is revealed significant lapses in using the discount rate by NBU, proposed measures to address them.

Keywords: credit market conjuncture, currency supply, discount rate, dynamics of currency operations, foreign exchange regulation, inflation.