

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет



№ 11, 2014 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 339.745

*А. В. Сомик,  
к. е. н., начальник відділу досліджень грошово-кредитної  
політики та міжнародних валютно-кредитних відносин Центру наукових досліджень Національного банку України*

## ПЕРСПЕКТИВИ УДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕНТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

*Anzhelika Somyk,  
Ph.D. in Economics, Research Center of National Bank of Ukraine,  
Monetary Policy and International Foreign Exchange Relationship Research Division, Head of Division*

### PROSPECTS OF IMPROVEMENT OF CENTRAL BANK'S INTEREST RATE POLICY IN UKRAINE

*Автором узагальнено особливості сучасної практики реалізації процентної політики Національного банку України, які знижують її ефективність. Обґрунтовано заходи щодо удосконалення процентної політики з урахуванням кращого досвіду центральних банків країн з активною процентною політикою та монетарним режимом, що базується на цінновій стабільності.*

*The author summarizes the features of modern practices of the interest rate policy of the National Bank of Ukraine, which reduce its effectiveness. Reasonable steps for the improvement of the interest rate policy based on the best practice of central banks with an active interest rate policy and monetary regime based on price stability are provided.*

**Ключові слова.** *Процентна політика центральних банків, ефективність процентної політики, особливості процентної політики, правила процентної політики, процентні ставки, процентні інструменти, процентний коридор.*

**Keywords:** *Central bank's interest rate policy, the effectiveness of interest rate policy, features of interest rate policy, interest rate policy rules, interest rates, interest rate policy instruments, interest rate corridor.*

**Постановка проблеми та аналіз останніх досліджень.** Монетарний режим таргетування інфляції до якого Національний банк України має намір перейти у 2015 році передбачає ключову роль процентного каналу монетарного трансмісійного механізму та процентної політики у регулюванні грошово-кредитного ринку. Водночас на сьогодні процентна політика регулятора є недостатньо дієвою за критеріями її ефективності центральних банків країн з активною процентною політикою.

Зарубіжний досвід свідчить, що критеріями ефективності процентної політики є:

- на початковому етапі дії монетарного трансмісійного механізму – незначна волатильність ставки овернайт за міжбанківськими кредитами, тісний зв'язок між зміною основної ставки центрального банку та рівнем короткострокових ринкових процентних ставок, пологість кривої дохідності на фінансовому ринку;
- на кінцевому етапі дії монетарного трансмісійного механізму – забезпечення наміченого рівня цінновій стабільності в країні та незначна волатильність цільового показника інфляції.

Необхідно визнати, що сучасна процентна політика Національного банку за вказаними критеріями є недостатньо ефективною. Вихід міжбанківської ставки овернайт за межі офіційного процентного коридору регулятора у періоди структурного дефіциту ліквідності та висока її волатильність у динаміці свідчать про слабкі зв'язки в процентному каналі монетарної трансмісії та неналежну чутливість ринкової ставки до імпульсів процентної політики Національного банку України. Це суттєво послаблює його вплив на формування вартості ресурсів на фінансовому ринку, а на кінцевому етапі дії монетарного трансмісійного механізму зменшує регуляторні можливості щодо забезпечення цінновій стабільності та низької волатильності показника інфляції у довгостроковому періоді. Зазначене спонукало дослідити досвід країн з активною процентною політикою для розроблення рекомендацій з удосконалення процентної політики Національного банку України.

**Метою** статті є узагальнення особливостей сучасної вітчизняної практики реалізації процентної політики Національного банку України та обґрунтування заходів щодо її удосконалення з урахуванням кращого досвіду центральних банків країн з монетарним режимом, що базується на цінновій стабільності. Результати дослідження одержані автором в рамках дослідження «Процентна політика центральних банків: зарубіжний досвід та рекомендації для України», виконаного у Центрі наукових досліджень Національного банку України. Результати дослідження є науковою позицією автора, яка може не співпадати з офіційною позицією Національного банку України.

**Основні результати дослідження.** За 2013-2014 рр. процентна політика Національного банку зазнала прогресивних змін у напрямі наближення до стандартів країн з активною процентною політикою. Серед основних важливих кроків – відміна з 12.06.2013 р. практики надання незабезпечених (бланкових) кредитів овернайт та запровадження на постійній основі інструменту депозитних сертифікатів «овернайт» тощо. Як наслідок – ставки за забезпеченими кредитами овернайт та депозитами овернайт сформували чіткі орієнтири вартості ресурсів на фінансовому ринку, а їх процентний коридор до квітня 2014 року мав тенденцію до звуження.

Водночас успішно-політичне напруження, зумовлене військовими діями на Сході України потребує гнучкої реакції Національного банку, спрямованої на балансування політики між цілями забезпечення цінновій стабільності, монетарних умов відновлення економічного зростання та стабілізації валютного ринку і забезпечення фінансової стабільності банківської системи. У зазначених умовах подальше посилення ролі процентної політики та процентного каналу монетарного трансмісійного механізму є об'єктивною перспективою періоду 2015-2016 років.

Проведений аналіз зарубіжного досвіду реалізації процентної політики дав можливість визначити відмінні особливості сучасної вітчизняної практики реалізації процентної політики в Україні, які впливають на її ефективність:

1. Структурний профіцит ліквідності, який сформувався у банківській системі України. За 10 міс. 2014 року Національний банк України як кредитор останньої інстанції надав кредитів банкам на загальну суму 152,2 млрд. грн., у той час як вилучив з банківської системи шляхом проведення мобілізаційних операцій (розміщення депозитних сертифікатів) на суму 1184,2 млрд. грн. Надлишкова ліквідність у банківській системі послаблює управлінську позицію регулятора та знижує ефективність процентної політики через "гасіння" її сигналів у силу домінування депозитних операцій регулятора. В країнах з активною процентною політикою кредитний канал грошової емісії регулятора є домінуючим у створенні грошової пропозиції, що дозволяє центральному банку впливати на вартість ресурсів на ринку в силу залежності банків від кредитів рефінансування, яка можлива лише за структурного (або штучно створюваного мобілізаційними операціями) дефіциту ліквідності.

2. Монетарний режим, що базується на цінній стабільності, у тому числі таргетування інфляції вимагає застосування процентного підходу в регулюванні грошово-кредитного ринку, операційним орієнтиром за якого виступає найчастіше міжбанківська ставка овернайт. Водночас на Національним банком застосовується кількісний підхід: операційним орієнтиром грошово-кредитної політики є кількісні параметри грошової пропозиції, про що визначено в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2014-2015 роки. Кількісний підхід закріплений також у функціональному призначенні інструментів грошово-кредитної політики регулятора відповідно до чинної законодавчо-нормативної бази. Зокрема:

- метою та призначенням інструментів грошово-кредитної політики є *регулювання обсягу грошової маси* (Ст. 25 Закону України "Про Національний банк України");
- ставка рефінансування встановлюється Національним банком України з *метою впливу на грошовий обіг та кредитування* (Ст. 1. Закону України "Про Національний банк України");
- Національний банк здійснює регулювання ліквідності у межах визначених *монетарних параметрів та в обсягах, які потрібні для їх збалансування та управління грошово-кредитним ринком* (П.1.4. "Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України" №259 від 30.04.2009);
- Національний банк використовує нормативи обов'язкового резервування для *регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком* (П.1.1. "Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України" №91 від 16.03.2006 р.);
- Національний банк залучає тимчасово вільні кошти банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів з *метою вилучення надлишкових коштів банків, регулюючи обсяг грошової маси в обігу* (П. 7.1. "Положення про процентну політику Національного банку України" №389 від 18.08.2004 р.);
- процентна політика Національного банку - регулювання Національним банком *попиту та пропозиції на грошові кошти* як через зміну процентних ставок за своїми операціями, так і шляхом рекомендацій щодо встановлення процентних ставок за активними та пасивними операціями банків з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій (Ст.1. "Положення про процентну політику Національного банку України" №389 від 18.08.2004 р.).

Для порівняння зазначимо, що процентний підхід довів свою дієвість і успішно застосовується в ЄС та багатьох інших країнах з активною процентною політикою та режимом, що базується на цінній стабільності. За процентного підходу офіційною (нормативно визначеною) метою та призначенням інструментів монетарної політики, наприклад, Європейського центрального банку (ЄЦБ) є «управління нормативними ставками і ліквідністю на грошовому ринку та інформування про наміри ЄЦБ у сфері грошово-кредитної політики шляхом встановлення ключових процентних ставок» [1]. У базовому нормативному документі «Реалізація монетарної політики в зоні Євро: загальна документація інструментів та процедур монетарної політики Євросистеми» визначено також, що «управління ліквідністю здійснюється з метою нівелювання впливу шоків ліквідності на короткострокові ринкові процентні ставки і полягає у регулюванні інструментами монетарної політики вільної ліквідності (вільних резервів) банків для утримання короткострокових ставок-орієнтирів на грошово-кредитному ринку близько рівня оголошеної офіційної (ключової) ставки центрального банку (або таргету політики), яка має забезпечити у майбутньому намічену цінну стабільність» [1].

3. Важливою особливістю процентної політики Національного банку України є надто широкий процентний коридор, що формується депозитною та кредитною ставками овернайт. Його ширина станом на початок листопада 2014 року склала 10% (±5% навколо облікової ставки НБУ)). Широкий процентний коридор не дозволяє забезпечити незначну волатильність міжбанківської ставки овернайт (як основної ознаки ефективності процентної політики на початковому етапі монетарного трансмісійного механізму) у періоди структурного дефіциту ліквідності та цінну стабільність у перспективі (рис. 1).



4. Іншою характерною рисою процентної політики в Україні є те, що облікова ставка Національного банку не виконує своєї функції базової ставки (орієнтиру вартості ресурсів). За базовою ставкою (чи наближеною до неї ставкою) як свідчить світова практика має проводитися основний обсяг операцій з регулювання ліквідності залежно від структурної позиції ліквідності. Сама структура операцій з підтримання ліквідності є нечіткою та часто змінюваною у динаміці, а у її складі домінують довгострокові операції (понад 14 днів). Тобто в арсеналі інструментів НБУ відсутня основна (за обсягами) операція на відкритому ринку, а відповідно і ставка-орієнтир для грошового ринку. Крім цього, середньозважені ставки за депозитними та кредитними операціями Національного банку є надто волатильними, а їх рівень значно відрізняється від рівня облікової ставки, що не сприяє стабілізації ринкових ставок та не дозволяє стверджувати, що облікова ставка є фактичним орієнтиром для визначення ставок за іншими операціями Національного банку.

5. Назва облікової ставки Національного банку України не відповідає її функціональному призначенню та домінуючим підходам світової практики щодо її визначення. Так, проведені дослідження досвіду 88 центральних банків зарубіжних країн дозволяють виділити 4 основних підходи до визначення назви основної офіційної ставки центрального банку (таблиця 1).

Таблиця 1.  
Підходи до назви основної ставки центрального банку: зарубіжний досвід

Назва підходу та країни, що його застосовують	
1.	Підхід, за якого назва основної ставки (ставки політики) банку відображає суть операції, яка за нею проводиться, – 31 країна: Азербайджан, Казахстан, Білорусь, Грузія, Вірменія - <i>ставка рефінансування</i> ; ЄЦБ – ставка за основними операціями рефінансування (Main refinancing operations (fixed rate); Ісландія – ставка за 7-денними забезпеченими кредитами; Данія - кредитна ставка (Lending Rate); Папуа-Нова-Гвінея – ставка підтримки (Kina Facility Rate); Албанія, Аргентина, Філіппіни, Швеція, Індія, Катар, Саудівська Аравія, Маврикій, Туреччина, Намібія - <i>ставка репо</i> ; Таїланд – ставка за 1-денними зворотними операціями репо; Бахрейн – ставка за овернайт операціями з цінними паперами (O/N BD secured Rate), Македонія – ставка за облігаціями центрального банку; Тайвань, Киргизстан, Кувейт, Хорватія, Чехія, Багами, Тринідад і Тобаго, Україна – <i>облікова ставка</i> (Discount (Bank) Rate) або <i>переоблікова ставка</i> (Rediscount Rate) – Йорданія.
2	Підхід, за якого у назві ставки фіксується те, що це є ставка банку або політики банку – 25 країн.
2.1.	Ставка банку (Bank rate) – 15 країн: Бангладеш, Барбадос, Ботсвана, Гватемала, Індонезія, Уганда, Кенія, Коста-Ріка, Свазіленд, Малаві, Шрі-Ланка, Об'єднані Арабські Емірати, Великобританія (Bank Rate); Ізраїль (Bank of Israel Interest rate), Самоа (Official Interest Rate);
2.2.	Ставка політики (Monetary Policy Rate/Policy rate/Central Bank's Policy Rate) – 10 країн: Домініканська республіка, Гана, Румунія, Пакистан, Чилі, Нігерія, Монголія, Південна Корея, Замбія, Колумбія.

3.	<b>Підхід, за якого робиться наголос на базовій (ключовій, сигнальній) ролі ставки центрального банку (базова, ключова ставка, ставка-орієнтир) – 16 країн:</b> Алжир, Уругвай – еталонна ставка (Benchmark Interest Rate), В'єтнам, Гонконг, Молдова, Непал, Корея, Угорщина - базова ставка (Base Rate), Росія, Норвегія, Сербія, Марокко – ключова ставка (Key Rate); Польща, Швеція, Перу – довідкова ставка (Reference rate), Аруба – попередня ставка (Advance rate).
4.	<b>Підхід, за якого робиться наголос на ринковій ставці-орієнтирі (таргеті політики) – 10 країн:</b> Швейцарія – ставка діапазон таргету (SNB-Target Range (Three-month Libor rate for CHF deposits), Австралія – готівкова ставка (Cash rate), Бразилія – Селік-ставка (Selic Rate targets – ставка за урядовими цінними паперами), Канада – таргет для ставки овернайт, Нова Зеландія – Офіційна готівкова ставка (Official Cash Rate), Малайзія, Фіджі – овернайт ставка політики (ON Policy Rate); США – ставка за федеральними фондами (Federal funds rate); Японія – онкольна ставка (Call Rate/ Uncollateralized overnight call rate).

*Джерело: узагальнено за інформацією з офіційних сайтів центральних банків зарубіжних країн станом на кінець липня 2014 р.*

Найбільш поширеною назвою, яка використовується 31 країною, є назва основної ставки банку, яка відображає суть операції центрального банку, що за нею проводиться – ставка за операціями рефінансування/кредитування (8 країн), операціями репо (10 країн), операціями овернайт (2 країни), операціями з цінними паперами центрального банку/уряду (3 країни), обліковими операціями (9 країн). Необхідно зазначити, що облікова ставка, за аналогією України, є основною ставкою центральних банків в Тайвані, Киргизстані, Кувейті, Хорватії, Чехії, Тринідаді і Тобаго та Йорданії, Багамах. Причому назва «облікова ставка» фактично відображає сутність операції, яка за нею проводиться (дисконт векселів) лише в Тайвані. На офіційних сайтах центральних банків Кувейту, Йорданії, Багамах відсутня інформація про сутність операцій з регулювання ліквідності англійською мовою. Центральні банки Киргизстану, Хорватії, Чехії, Тринідаді і Тобаго не проводяться операції з векселями за обліковою ставкою. Облікова ставка оголошується ще у таких країнах як Данія, Польща, проте вона не є основною. У процесі еволюції процентної політики центральні банки Німеччини, Словаччини змінили назву ставки з облікової ставки через невідповідність її назви операціям, які за нею проводилися. Наприклад, у Словаччині за обліковою ставкою проводилися двотижневі тендери за фіксованою ставкою. З початку 2003 року її було замінено на «базову ставку», яка використовувалась до моменту вступу Словаччини до Європейського союзу у 2009 році.

Менш поширеною назвою основної ставки центрального банку (25 країн) є назва, яка прямо вказує на те, що це ставка банку або ставка політики банку (Bank rate/ Monetary Policy Rate/ Policy rate/ Central Bank's Policy Rate). За такого підходу назва ставки не дозволяє зрозуміти суть операції, яка за нею проводиться і потребує розміщення на офіційному сайті центрального банку додаткової інформації. Водночас зазначений підхід дозволяє гнучко змінювати вид операцій залежно від структурної ліквідності банківської системи.

Центральні банки 16 країн при визначенні назви основної ставки використовують підхід, за якого робиться наголос на базовій / ключовій / сигнальній ролі ставки центрального банку (Benchmark Interest Rate, Base Rate, Reference rate, Key Rate, Call Rate, Advance rate).

Має місце тенденція до збільшення кількості країн, які використовують підхід, за якого у назві основної ставки банку робиться наголос на ринковій ставці-операційному орієнтирі (таргеті політики), рівень якої центральний банк бере намір утримувати близько оголошеного значення або діапазону. Такий підхід пов'язаний із значною роллю ринкових ставок-орієнтирів у трансмісійному механізмі монетарної політики. Така практика притаманна переважно центральним банкам країн з режимом таргетування інфляції: Австралія (таргет готівкової ставки), Бразилія (таргет короткострокової ставки), Канада, Мексика, Швейцарія (3-місячна ставка Лібор), Японія (ставка за незабезпеченими міжбанківськими кредитами овернайт), Нова Зеландія (офіційна готівкова ставка), а також іншими країнами – Малайзія (таргет ставки овернайт), США (ставка за федеральними фондами (міжбанківська ставка овернайт)). Зазначений підхід є найбільш прогресивним, оскільки дозволяє прозоро довести суспільству ціль (таргет) політики – операційний орієнтир, яким є бажаний рівень короткострокової ринкової ставки, що забезпечить у майбутньому намічений рівень цінової стабільності в країні.

6. Прямістю особливості процентної політики Національного банку України є те, що регулятор оголошує та розміщує на веб-сайті в мережі Інтернет лише одну офіційну ставку – облікову ставку НБУ. Такий підхід є домінуючим у світовій практиці. Його застосовують 55 країн світу. Окремі країни, попри те, що публікують лише одну ставку, зазначають, що процентна політика реалізується із дотриманням процентного коридору та чітко визначають його діапазон навколо оголошеної ставки. Водночас, враховуючи те, що найбільш ефективною вважається політика, яка реалізується із дотриманням «правила процентного коридору», вважаємо, що найбільш прозорим та виваженим підходом є практика центральних банків щодо оприлюднення 3 ключових ставок, які формують чіткі межі офіційного процентного коридору, у рамках якого утримується ринкова ставка-орієнтир. Такої практики дотримується ЄЦБ, Вірменія, Ісландія, Монголія, Польща, Туреччина, Румунія, Сербія, Шрі-Ланка, Азербайджан, Катар, Македонія, Киргизстан та багато інших країн. Існує практика публікування 2 ставок (верхньої і нижньої меж процентного коридору, який формується ставками за кредитами та депозитами овернайт) – Єгипет, Мозамбік, Катар, Філіппіни, Бахрейн.

Найменш досконалим є підхід, за якого центральні банки офіційно публікують цілу множину (2-5) різноманітних ставок (Замбія, Намібія, Казахстан, Саудівська Аравія, Японія – 2; Багами, Кенія, Бельгія, Туніс, Філіппіни, Чехія – 3 ставки, Бахрейн, Данія, Кувейт, Монголія, Нікарагуа, Польща – 4, Південно-Африканська республіка – 5). Водночас такий підхід свідчить про надмірну зарегульованість грошово-кредитного ринку процентними інструментами центрального банку та/або недосконалість процентної політики через відсутність чітких правил її застосування.

7. На практиці Національним банком не дотримується низка правил, притаманних країнам з активною процентною політикою та режимом, що базується на ціновій стабільності. Йдеться, насамперед, про правила: «незначного кроку коригування ставок», «правило Тейлора», «операційного орієнтиру», «передбачуваності та прозорості», «вузкого процентного коридору», «синхронності зміни ставок», «мінімізації волатильності офіційних ставок», «узгодженості основних ставок та операцій із структурною позицією ліквідності», «впливовості основної ставки», «стандартизованості інструментів та операційних засад монетарної політики», «дзеркальності інструментів» та «мінімізації втручання у грошово-кредитний ринок». Більш детально про правила процентної політики йшлося у попередній статті автора [2].

Враховуючи передовий досвід країн з активною процентною політикою та режимом таргетування інфляції, з метою удосконалення процентної політики Національного банку України, пропонуємо:

1. У *короткостроковій перспективі* (до нормалізації ситуації з військовими діями на Сході України та стабілізації валютного ринку):

- залишити незмінними завданнями процентної політики - створення стимулів для повернення вкладів у банківську систему, сприяння збалансуванню валютного ринку і забезпечення фінансової стабільності. Це потребує поетапного підвищення облікової ставки до 17-19% з метою гальмування інфляційних процесів, зниження девальваційного тиску та підвищення попиту на національну валюту;
- розпочати роботу щодо створення нової нормативної бази регулювання ліквідності банківської системи, яка б відповідала режиму таргетування інфляції та стандартам передового досвіду країн з активною процентною політикою. Передувати цьому має проведення gap-аналізу (аналізу розбіжностей) інструментів та процедур монетарної політики Національного банку і країн з активною процентною політикою та усунення цих розбіжностей у новій нормативній базі НБУ з регулювання ліквідності;
- розробити тимчасовий механізм рефінансування банків за пільговими ставками для цілей кредитування пріоритетних напрямів та галузей для відновлення та розвитку економіки України (досвід ЄЦБ, Великобританії, Угорщини, Росії, інших країн). За нинішніх умов без стимулювання Національним банком відновлення кредитування економіки неможливим буде закладення засад економічного зростання, фінансової стабільності та ефективності монетарної політики у довгостроковій перспективі.

Наприклад, програми пільгового рефінансування банків з метою кредитування пріоритетних напрямів розвитку економіки існують в Угорщині (у цілях кредитування та здешевлення ресурсів для малих та середніх підприємств), ЄЦБ (доступ до довгострокового рефінансування за програмою LTRO мають банки, які беруть на себе обов'язок кредитувати промислові підприємства, ритейлерів та сектор послуг), Великобританії (за програмою FLS банки мають доступ до кредитів рефінансування строком на 3 роки, пізніше – на 9-12 міс. залежно від обсягів наданих кредитів), Росії (з квітня 2014 року надаються пільгові кредити рефінансування під інвестиційні проекти строком до 3 років під 6,5% річних, що нижче ключової ставки центрального банку на 1% банкам, капітал яких перевищує 50 млрд. руб.). США та Японія застосовують з метою стимулювання кредитування економіки програми викупу активів банків. В Індії у 2013 р. центральний банк розробив низку механізмів, які забезпечують пряме кредитування пріоритетних галузей, у тому числі через купівлю акцій і облігацій національних компаній у вибраних секторах економіки за пільговими ставками.

II. У *середньостроковому періоді* (2015-2016 рр.) Національному банку України необхідно:

1. Змінити назву Облікової ставки на Ставка НБУ або Базова ставка, яка має бути найнижчою прийнятною ставкою надання ліквідності та найвищою прийнятною ставкою за операціями з поглинання ліквідності строком на 7 або 14 днів. Така назва основної ставки Національного банку відповідатиме домінуючій світовій практиці та дозволить гнучко змінювати вид основних операцій з регулювання ліквідності залежно від структурної позиції ліквідності.
2. Дотримуватися правил процентної політики, які забезпечать наближення практики її реалізації в Україні до стандартів країн з режимом таргетування інфляції та активною процентною політикою:
  - 2.1. Переорієнтуватися у регулюванні грошово-кредитного ринку з кількісного на процентний підхід («правило процентного підходу»). Це означає:
    - відхід у середньостроковій перспективі від практики використання засобів та методів грошово-кредитної політики для контролю за монетарними чинниками впливу на стабільність грошової одиниці через регулювання обсягу монетарної бази, яка є на сьогодні операційним орієнтиром;

- визначення у законодавчо-нормативній базі мети та функціонального призначення інструментів монетарної політики, які мають бути підпорядковані цілі управління процентними ставками грошово-кредитного ринку, а не регулювання грошової маси;
  - визначення у законодавчо-нормативній базі новим операційним орієнтиром – ставку овернайт на міжбанківському ринку та концентрація зусиль на мінімізації її волатильності як одного з критеріїв оцінки ефективності процентної політики («правило ефективності процентної політики»);
  - зменшення на практиці ролі непроцентних інструментів (обов'язкових резервів, валютних інтервенцій) та фондового і валютного каналів грошової емісії.
- 2.2. Здійснювати коригування ставки Національного банку незначними кроками [0,5-1%, на більш пізньому етапі впровадження режиму таргетування інфляції - 0,25 – 0,5%] («правило незначного кроку коригування офіційної ставки»).
- 2.3. Забезпечити утримування на позитивному рівні ставки Національного банку проти рівня інфляції («правило Тейлора»). Дотримання цього правила потребуватиме зміцнення спроможності регулятора щодо розроблення інфляційних прогнозів та прогнозування ліквідності банківської системи.
- 2.4. Збільшити передбачуваність, зрозумілість, прозорість процентної політики та практики застосування інструментів, процедур та механізму регулювання ліквідності банківської системи («правило передбачуваності та прозорості»):
- оприлюднити на офіційному веб-сайті Національного банку 3 ключових офіційних ставки: Ставку НБУ / Базову ставку, ставки за депозитами та кредитами овернайт (за аналогією досвіду ЄЦБ). Це дасть чіткі процентні орієнтири суб'єктам ринку щодо максимальної та мінімальної ставок центрального банку та ставки за основною операцією з регулювання ліквідності;
  - збільшення транспарентності ухвалення рішень монетарної політики шляхом:
    - забезпечення доступу громадськості до більшого обсягу інформації щодо мотивів та підстав ухвалення рішень. Визначити та дотримуватися типового вмісту прес-релізу, проводити прес-конференції після прийняття рішень з монетарної політики, розміщувати на офіційному веб-сайті їх відео та стенограми, протоколи засідань Правління НБУ з питань монетарної політики;
    - розміщення на офіційному веб-сайті НБУ графіку проведення засідань Правління з питань монетарної політики. Здійснювати перегляд ставки НБУ через регулярні та наперед оголошені проміжки часу (не рідше 8 раз на рік);
    - удосконалити законодавчо-нормативну базу інструментів та операційних засад монетарної політики:
      - привести інструментарій та операційні засади монетарної політики у відповідність до стандартів передового досвіду Євросоюзу, інших країн з режимом таргетування інфляції та активною процентною політикою;
      - розробити нову нормативну базу регулювання ліквідності банківської системи та прийняти єдиний «базовий документ» за аналогією «Впровадження монетарної політики в Єврозоні. Загальний документ Євросистеми щодо інструментів і процедур монетарної політики» Європейського центрального банку [1]. Це дозволить мінімізувати кількість нормативних документів, збільшити зрозумілість операційних засад монетарної політики та механізму регулювання ліквідності;
      - об'єднати механізм регулювання ліквідності з процентною політикою. Зарубіжний досвід свідчить, що процентна політика не виділяється окремим інструментом і не регулюється окремими нормативними актами, як це здійснюється в Україні;
      - визначити чіткі принципи (правила) застосування операційних засад монетарної політики (за аналогією досвіду ЄЦБ), які слугуватимуть критеріями оцінки правомірності застосування НБУ інструментів та процедур регулювання ліквідності;
      - прописати у нормативній базі єдину класифікацію інструментів монетарної політики. Існуюча класифікація інструментів монетарної політики не є єдиною, вичерпною та досконалою, не відповідає передовому світовому досвіду, розпорошена по різних правових актах (Закон «Про Національний банк України» та Постанова НБУ з регулювання ліквідності), що ускладнює їх розуміння та унеможлиблює складання цілісної уяви про інструментарій монетарної політики.
    - оприлюднити на офіційному сайті Національного банку річний графік проведення стандартизованих основних операцій з регулювання ліквідності (за умов профіциту ліквідності - тендери строком на 7 або 14 днів);
    - впровадити підхід «керівництва на випередження» (*«forward guidance»*) - оприлюднення напрямів майбутньої динаміки Ставки Національного банку з метою надання чітких орієнтирів монетарної політики широкій громадськості та учасникам ринку на визначений строк або за визначених умов (досвід ФРС, Банку Англії, Канади);
    - привести до світових стандартів статистичну інформацію щодо інструментів та практики регулювання ліквідності банківської системи та розміщувати її на веб-сайті НБУ в одній рубриці;
    - створити на офіційному сайті розділ «Монетарна політика» з відповідними підрубриками «Інструменти монетарної політики», «Монетарна статистика» тощо. Створення зазначеного розділу офіційного сайту дозволить прозоро та вичерпно донести суб'єктам ринку правову, статистичну, аналітичну та іншу інформацію, яка стосується практики реалізації та застосування інструментів монетарної політики;
    - збільшити операційну незалежність Національного банку шляхом нівелювання практики фіскального домінування у створенні грошової пропозиції (щоквартальне перерахування авансових платежів до бюджету, монетизація ОВДП тощо) та підвищення координації монетарної та бюджетно-податкової політики. Це сприятиме зменшенню ролі фондового та валютного каналу у грошовій емісії, зростанню ролі кредитного каналу та використанню процентних інструментів регулювання ліквідності не за залишковим, а за домінуючим правом.
- 2.5. Поступово звужити офіційний процентний коридор, який формується ставками за постійно діючими депозитними та кредитними інструментами овернайт з 10% [±5% від облікової ставки НБУ] до [±1,5%] («правило вузького процентного коридору»).
- 2.6. Відмовитись від практики коригування ставок лише за кредитними та депозитними операціями НБУ без зміни облікової ставки НБУ («правило синхронності зміни офіційних ставок»). Дотримання цього правила вимагає синхронної зміни усіх ставок НБУ в одному напрямі та на одному рівні (за виключенням назрілого звуження процентного коридору).
- 2.7. Усунути значну волатильність офіційних ставок та їх середньозваженого рівня у динаміці («правило мінімізації волатильності офіційних ставок»). У разі необхідності посилення впливу на формування вартості ресурсів на фінансовому ринку у кризових і мовах доцільно тимчасово застосувати за аналогією передового світового досвіду ЄЦБ, Кореї, Румунії, Таїланду, Угорщини, Білорусі) фіксовані ставки за основними (за обсягом) операціями із регулювання ліквідності строком на 7 або 14 днів, яка дорівнює рівню облікової ставки Національного банку із повним задоволенням попиту (заявок). Така практика усуне «ручне управління» процентними ставками з метою гасіння ситуативних проблем та сприятиме зменшенню волатильності ринкових ставок.
- 2.8. Привести у відповідність операційний механізм регулювання ліквідності до структурної позиції ліквідності («правило узгодженості основної ставки та основної операції із структурною позицією ліквідності»). Необхідно чітко визначити вид основної операції Національного банку з регулювання ліквідності. В умовах домінування обсягів депозитних операцій в регулюванні ліквідності основними операціями Національного банку за аналогією світового досвіду країн із структурним профіцитом ліквідності (Угорщина, Філіппіни, Корея, Албанія, Сербія) мають бути депозитні операції строком на 7 або 14 днів, за якими необхідно проводити найбільший обсяг операцій, максимальний рівень ставки за якими не повинен перевищувати облікову ставку НБУ.
- 2.9. Підвищити роль та вплив ключових ставок (облікової ставки НБУ, ставок за кредитами та депозитами овернайт) на формування вартості ресурсів на грошово-кредитному ринку («правило впливовості ключових ставок центрального банку»). З цієї метою необхідно:
- проводити за обліковою ставкою НБУ (або наближеною до неї ставкою) основні за обсягом операції із підтримання або мобілізації ліквідності залежно від структурної позиції ліквідності. У сучасних умовах – 7 або 14-денні депозитні операції.
  - не встановлювати кількісні обмеження за кредитними та депозитними операціями овернайт (за виключенням прийнятного забезпечення за кредитами).
- 2.10. Стандартизувати інструменти та процедури монетарної політики відповідно до передової практики країн з активною процентною політикою («правило стандартизованості інструментів та операційних засад монетарної політики»), що передбачає:
- зменшення кількості інструментів регулювання ліквідності та стандартизація їх за строками та процедурами використання;
  - спрощення деталей та процедур, підвищення прозорості механізму регулювання ліквідності;
  - відмова (у міру стабілізації ситуації на грошово-кредитному ринку) від застосування тимчасових механізмів регулювання ліквідності, скорочення строків основних (за обсягами) операцій з регулювання ліквідності до стандартних (7 або 14 днів);
  - дотримання «правила дзеркальності інструментів». Це означає, що в арсеналі Національного банку мають бути «дзеркальні» операції однакових видів, строковості та стандартизованих процедур застосування. Наприклад, депозити та кредити овернайт, тендери з підтримання ліквідності строком на 7 або 14 днів, 1, міс., 3 міс. та тендери з розміщення депозитних сертифікатів на 7 або 14 днів, 1 міс., 3 міс., пряме та зворотне репо, процедури щотижневих тендерів на 7-14 днів та щомісячних тендерів з регулювання ліквідності на 30, 90 днів, позачергові депозитні та кредитні тендери тощо.
  - мінімізація втручання Національного банку у роботу грошово-кредитного ринку («правило мінімізації втручання регулятора») потребує:
    - припинення практики щоденного оголошення ставок за кількісними тендерами розміщення депозитних сертифікатів широкого спектру строковості (7, 14, 30, 45, 85 днів). Мінімальне втручання у роботу міжбанківського ринку забезпечить така черговість проведення тендерів (за досвідом ЄЦБ): один раз на тиждень три тижні підрай тендери строком на 7 або 14 днів, четвертий тиждень місяця (один раз на місяць) – тендери на 30 та 90 днів;
    - припинення практики різноспрямованого регулювання ліквідності (одночасно депозитних та кредитних операцій). Постійно доступними для банків мають бути лише операції за кредитами та депозитами овернайт. Це означає, що в умовах надлишкової ліквідності за нормальної (не кризової) роботи грошово-кредитного ринку інші види «дзеркальних» інструментів - операції за основним інструментом (7 або 14 денної строковості) та операції більш

тривалості строковості (30, 90 днів) мають бути спрямовані лише на вилучення ліквідності;

- уникнення фіксації ставок регулювання ліквідності. Фіксованими ставками мають бути лише ставки за кредитами та депозитами овернайт, які формують межу процентного коридору змін операційного орієнтиру - міжбанківської ставки овернайт. Облікова ставка має бути найнижчою прийнятною ставкою надання ліквідності та найвищою прийнятною ставкою за операціями з поглинання ліквідності строком на 7 або 14 днів. Проводиться за цією ставкою має основний обсяг операцій за зазначеним інструментом (деPOSITним чи кредитним) залежно від структурної ліквідності. Фіксована ставка за цим інструментом допустима в кризових умовах з метою посилення впливу на формування вартості ресурсів на ринку. Інші операції більш тривалості строковості (30, 60 днів) мають проводитися за ринковими ставками, що сприятиме розвитку міжбанківського посередництва та дозволить формувати криву дохідності за інструментами грошового ринку на ринкових засадах.

**Висновки.** Аналіз зарубіжного досвіду реалізації процентної політики дав можливість визначити відмінні особливості сучасної вітчизняної практики реалізації процентної політики в Україні, які знижують її ефективність. Визначено, що основними з них є: структурний профіцит ліквідності банківської системи України, застосування Національним банком кількісного підходу у регулюванні грошово-кредитного ринку, широкий коридор офіційних процентних ставок за кредитами та депозитами овернайт, невиконання обліковою ставкою функції базової ставки (орієнтиру вартості грошей), невідповідність назви облікової ставки її функціональному призначенню, значна волатильність середньозважених офіційних ставок та їх відірваність рівня від облікової ставки, недотримання регулятором низки правил ефективної процентної політики, напрацьованих світовою практикою тощо.

З метою підвищення ефективності процентної політики Національного банку України обґрунтовано низку заходів щодо нівелювання впливу зазначених чинників, наближення її до стандартів країн з активною процентною політикою та режимом, що базується на цінній стабільності. Їх необхідно реалізовувати як короткостроковий, так і у середньостроковій перспективі (після нормалізації ситуації з військовими діями на Сході України та стабілізації ситуації на валютному ринку). Перспективою подальших досліджень питання ефективності процентної політики Національного банку України є обґрунтування необхідних змін у законодавчо-правовій базі з метою реалізації пропонованих заходів щодо її удосконалення.

#### Список літератури.

1. Guideline of the European central bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem. - [online], available at: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

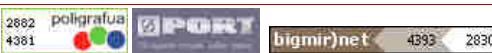
2. Сомик А.В. Правила та тенденції реалізації сучасної процентної політики центральних банків // Ефективна економіка. - №10. - 2014 // <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3415>

#### References.

1. Guideline of the European central bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem. - [online], available at: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> (Accessed 1 Nov 2014).

2. Somyk A. Modern Central Bank's interest rate policy: rules and tendencies. - [online], available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3415> (Accessed 1 Nov 2014).

*Стаття надійшла до редакції 01.11.2014 р.*



ТОВ "ДКС Центр"