

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

DOI: 10.5281/zenodo.3245065
КУЛЬПІНСЬКИЙ С.В.

Удосконалення підходів до визначення облікової ставки центробанку в умовах інвестиційного витіснення

Предмет дослідження – аналіз сучасних підходів до визначення ключової ставки центробанку і виявлення індикаторів, що впливають на її зміни в умовах нестабільної інфляції та дефіциту інвестиційного кредитування.

Метою написання **статті** є розгляд сучасного стану банківського сектору в Україні з позиції сприяння приросту капітальних інвестицій, аналіз інвестиційного витіснення унаслідок зростання дохідностей за державними облігаціями і виявлення допоміжних факторів та індикаторів визначення облікової ставки з урахуванням специфіки фінансового ринку України.

Методологія проведення роботи – моделі руху капіталу, правило Тейлора, теорія інвестиційного витіснення.

Результати роботи – розглянуто переваги і недоліки врахування макроекономічних факторів, правил та показників при коригуванні облікової ставки центробанку і запропоновано показники, що мають бути враховані для України.

Висновки – урахування спреду кривої дохідності за ОВДП і ставок ключових центробанків банків світу при зміні облікової ставки в Україні дасть змогу прогнозувати попит на кредитні кошти, проводити більш цілеспрямований викуп чи продаж ОВДП і сприятиме інвестиційному зростанню.

Ключові слова: ставка рефінансування, спреди, інфляція, інвестиційне витіснення.

КУЛЬПІНСЬКИЙ С.В.

Совершенствование подходов к определению учетной ставки центробанка в условиях инвестиционного вытеснения

Предмет исследования – анализ современных подходов к определению ключевой ставки центробанка и выявления индикаторов, влияющих на ее изменения в условиях нестабильной инфляции и дефицита инвестиционного кредитования.

Целью написания **статьи** является рассмотрение современного состояния банковского сектора в Украине с позиции содействия прироста капитальных инвестиций, анализ инвестиционного вытеснения вследствие роста доходностей по государственным облигациям и выявления

вспомогательных факторов и индикаторов определения учетной ставки с учетом специфики рынка Украины.

Методология проведения работы – модели движения капитала, правило Тейлора, теория инвестиционного вытеснения.

Результаты работы – рассмотрены преимущества и недостатки учета макроэкономических факторов, правил и показателей при корректировке учетной ставки центробанка и предложены показатели, которые должны быть учтены для Украины.

Выводы – учет спреда кривой доходности по ОВГЗ и ставок ключевых центробанков банков мира при изменении учетной ставки в Украине позволит прогнозировать спрос на кредитные средства, проводить более целенаправленный выкуп или продажу ОВГЗ и способствовать инвестиционному росту.

Ключевые слова: ставка рефинансирования, спреда, инфляция, инвестиционное вытеснение.

KULPINSKY S.V.

Improvement of Approaches to Discount Rate Determining by Central Bank in Conditions of Investment Crowd-out

The subject of the research is the analysis of modern approaches to determining the main refinancing rate by the central bank and the identification of indicators that influence its changes in conditions of unstable inflation and investment deficit.

The purpose of the article is to analyze the current state of the banking sector in Ukraine from the point of view of promoting capital investment growth, analysis of investment crowd-out resulting from growth of government bonds yield and identification of auxiliary factors and indicators for determining the discount rate with account of specifics of financial market of Ukraine.

Methodology of the work capital flow model, Taylor rule, theory of investment crowd-out.

The results obtained – the advantages and disadvantages of taking into account macroeconomic factors, as well as rules and indicators while adjusting the discount rate of the central bank are considered, and the indicators to be taken into account for Ukraine are proposed.

Conclusions – additional involvement of yield curve spread for T-bills and the rates of key central banks in the world in the event of a change in the discount rate in Ukraine will enable to predict the demand for credit funds and to conduct a more discretionary purchase or sale of government bonds while promoting investment growth.

Key words: refinancing rate, spreads, inflation, investment crowd-out.

Постановка проблеми. НБУ тричі підвищував облікову ставку з 2017 р., однак споживчий тиск на інфляцію не припинився, а поступове уповільнення її річного зростання наприкінці 2018 р., було більшою мірою спричинено як сприятливими погодними умовами, що спряли аграрному виробництву, так і тривалою курсовою стабільністю і зростанням заощаджень при високій відсотковій ставці. При цьому можна констатувати що НБУ більшою мірою реагував на інфляційний тиск у попередні 2 роки ex-post, адаптуючи рівень ставки під фактичне значення річного ІСЦ.

Спочатку НБУ підвищив ставку до 14.5% річних у грудня 2017 року. У прес-релізі було зазначено, що з огляду на «посилення інфляційних ризиків проведення більш жорсткої монетарної

політики є необхідним для зниження інфляції до цільового рівня у середньостроковій перспективі». Однак, уже у січні 2018 року ставку було підвищено до 18%, пи цьому мотивація рішення була обумовлена тим, що річний рівень споживчої інфляції виріс до 13.7% і, таким чином було перевищено ціль Національного банку у 8%. Нарешті у вересні 2018 р. облікову ставку підвищено до 18% річних. У прес-релізі після чергового підвищення ставки зазначалось: «попри впевнене зниження інфляції з початку року, реалізація низки ризиків може в подальшому стати на заваді цій тенденції» [3].

З вищевикладеного можна зробити припущення про орієнтацію монетарної політики на подолання інфляційного тиску, по факту її слабого

впливу на утримання інфляції в рамках таргетованого рівня і проведення процентної політики, яка жодною мірою не була стимулюючою для кредитування реального сектору. До усього можна додати особливо високу дохідність за державними облігаціями з 2017 р., яка фактично витісняє інвестування в реальний сектор (Рис. 3).

У даному зв'язку виникає потреба виявлення тих індикаторів чи факторів, вплив на які дасть змогу утримувати інфляцію та зробити інфляційні очікування більш контрольованими одночасно і з цим сприяти кредитуванню реального сектору економіки. Тобто вести моніторинг фінансового ринку у більш широкому контексті з більшим діапазоном можливостей адаптації до внутрішніх і зовнішніх умов, як це нині практикують ряд центробанків світу. Серед країн, що розвиваються, можна виділити Туреччину, де центральний банк країни заявив про фокусування монетарної політики не лише на інфляції і її очікуваннях, а на стабільності усього фінансового ринку, після того, як спекуляції нерезидентів з лірою і її короткі продажі ліри змусили здійснити втручання в інші сегменти регулювання, зокрема обмежити тижневі аукціони з угод репо та відкласти очікуване зниження відсоткових ставок [4]. На початку 2019 р. центробанк Туреччини суттєво обмежив можливості спекуляцій з національною валютою, практично заборонивши здійснювати позики для нерезидентів у лірі з метою недопущення коротких продаж.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед вітчизняних дослідників монетарної політики домінує думка про необхідність підвищення дієвості ставки рефінансування і усього трансмісійного механізму у напрямку пожвавлення інвестиційного кредитування. Так, Б.Данилишин наголошує на тому, що співвідношення суми банківських кредитів і ВВП в Україні складало усього 35 %, що вдвічі нижче, ніж Польщі і Туреччині, а кредитування корпоративного сектору в національній валюті зростало за вказаний період у чотири рази повільніше за кредитування домогосподарств. Автор також підкреслює необхідність оприлюднення прогнозного рівня облікової ставки, що «дасть можливість інспірувати думку економічних агентів щодо мотивації рішень менеджменту в монетарній сфері» [1]. Інші автори застерігають проти реалізації нестандартних заходів монетарної політики, оскільки вони можуть привести до неконтрольованої емісії грошей і при

цьому наголошують, зокрема, на потребі послаблення монетарних обмежень і посиленні стимулів кредитування корпоративного сектору [2]. Разом з тим, виходячи з низького впливу ставки НБУ на інфляцію, слабо вираженої політики щодо формування очікувань суб'єктами господарювання і фінансового ринку, а також значних обсягів ОВДП у портфелях як НБУ, так і банківського сектору, можна констатувати слабку ефективність уже існуючих інструментів монетарної політики і необхідність посилення дієвості ставки рефінансування НБУ як орієнтира при формуванні коротко- і середньострокових очікувань.

Виклад основного матеріалу. Національний банк України тривалий час декларує поступовий перехід до інфляційного таргетування, з цільовим значенням ІСЦ на рівні близькому до 8%. В одній зі своїх робіт присвячених інфляційному таргетуванню загальноновизнаний дослідник Л.Свенссон зазначав, що таргетування передбачає застосування суб'єктивних оцінок і інформації поза межами моделей і при цьому можуть сприяти досягненню економікою стану рівноваги [5]. Тобто будь-яке використання інструментальних правил, про які зазначає автор, має супроводжуватися оцінкою різних факторів поза межами традиційних макроекономічних факторів чи моделей. У випадку України до таких факторів можна віднести ті, які впливають на переважності фінансових посередників до коротко-, середньо- чи довгострокової ліквідності і відповідно схильності до ризиків.

Розглянемо ключові макроекономічні тенденції в Україні в 2017–2019 рр. і їх зв'язок з фінансовим ринком. Незважаючи на відновлення темпів приросту ВВП що спостерігається у 2017 у першій половині 2018 років і приріст капітальних інвестицій у цілому низка факторів вказує на стагнацію інвестиційних процесів в економіці України. По-перше, незважаючи на ріст капітальних інвестицій за даний період, його було досягнуто переважно за рахунок будівництва та придбання устаткування, тоді як так зване «інтелектуальне» інвестування, зокрема придбання нематеріальних активів залишається на незмінному рівні – близько 3,5% від загальних капітальних інвестицій. Однією з ключових причин є стрімке скорочення інвестування за рахунок власних джерел підприємств. Так, питома вага кредитів в капітальних інвестиціях упала до рекордно мінімального значення на

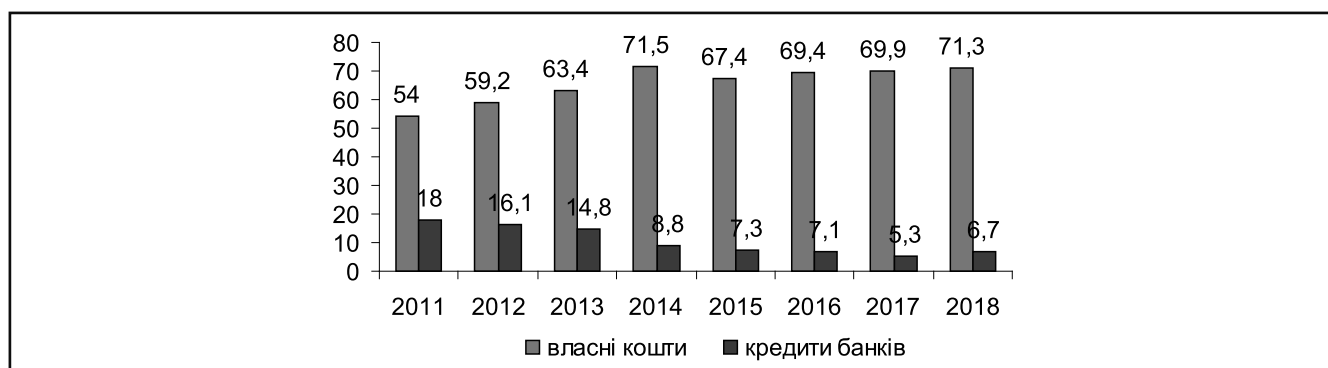


Рисунок 1. Джерела капітальних інвестицій у 2011–2018 р., у відсотках до загального

Джерело: Держстат

рівні 7,5% в 2018 році, тоді як дана цифра складала понад 16% в 2012 році. Одночасно з цим, мало місце підвищення інвестування за рахунок власних джерел також до рекордно високого значення в 75% у загальній його структурі.

Основними перешкодами до розширення інвестиційного довгострокового кредитування є дисбаланс між попитом і пропозицією ліквідності на фінансовому ринку України. По-перше, крива дохідності за гривнями кредитами, яка виражає очікування попиту на кредитів з одного боку, а з іншого – бажання і можливості банків розширювати довгострокове кредитування, показала зміну своєї структури. Спред між коротким і довгим її компонентами знову скоротився до 160 базисних пунктів. Згідно наших попередніх досліджень, скорочення спреду кривої дохідності за гривневими кредитами на 100 базисних пунктів веде до скорочення очікуваного ВВП на 0,7%, тоді як приріст середньозваженої дохідності за ОВДП на 1% веде до приросту портфелю ОВДП банківського сектору на 0,4% через 6 місяців [6].

Окрім того, банки вийшли на рівень прибутковості у 2018 році і показали значний прибуток у першому кварталі 2019 р., після двох років

збиткової діяльності. Примітно, що питома вага комісійних доходів у їх загальних доходах суттєво виросла, склавши біля 26%, з усього 14% у 2014 р. Все це відбувається на тлі практичного призупинення кредитування реального сектору і підвищення частки проблемних боргів банків до більше ніж 50%. Прибутковість банків, при відсутності нових вливань коштів у вигляді депозитів в систему, пояснюється високими відсотковими ставками і особливо підвищенням питомої ваги державних облігацій (ОВДП) у їх портфелі, обсяг яких виріс більш ніж у чотири рази з 2015 р., переважно завдяки банкам з державним капіталом. Станом на кінець 1 кварталу 2019 р. їх обсяг складав 367 мільярдів гривень, що практично дорівнювало ОВДП у портфелі НБУ. Ще одним чинником, який вплинув на такий дисбаланс, стала вищезгадана політика НБУ, який підвищував ставку рефінансування декілька разів до 18% у серпні 2018 року. Унаслідок такої політики короткострокові ставки міжбанківського ринку також суттєво зросли.

Однак абсолютно дестабілізуючим для банківського кредитування чинником є перевищення дохідності за ОВДП, розміщених на первинному

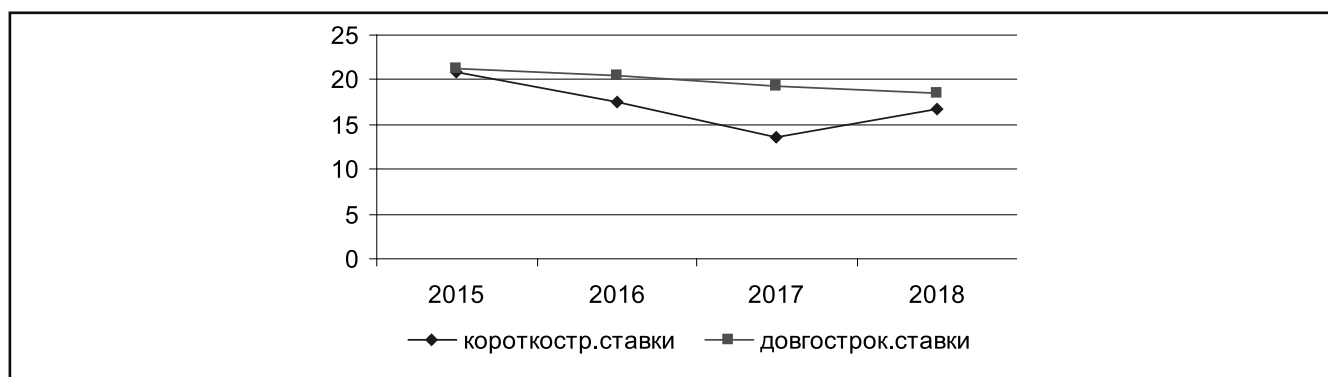


Рисунок 2. Ключові компоненти кривої дохідності за гривневими кредитами, у відс.

Джерело: складено за даними НБУ

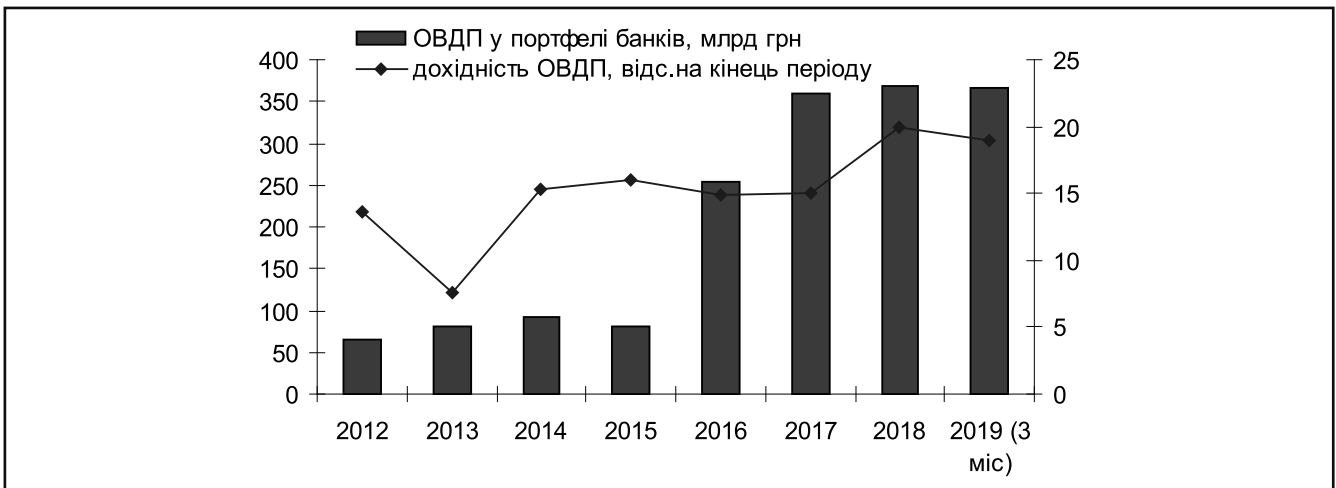


Рисунок 3. Державні облігації у портфелях вітчизняних банків і їх дохідність

Джерело: складено за даними НБУ

ринку, відповідних ставок за депозитами фізичних осіб, що потенційно фактично дає банкам змогу проведення безризикової прибуткової діяльності.

З урахуванням очікуваного зростання вартості зовнішніх запозичень, зокрема через можливе підвищення ставки ФРС, припинення програми «кількісного пом'якшення» європейським центральним банком, а також глобальним підвищенням цін на енергоресурси, можна очікувати подальшого нарощування внутрішнього боргу Урядом, та відповідно подальшого підвищення ОВДП у портфелях банків з відповідним гальмуванням кредитної експансії.

Дані тенденції і очікуване зниження довгострокових кредитів та інвестицій, обумовлених зростанням відсоткових ставок, зростанням вартості енергоносіїв при відповідному підвищенні соціальних видатків та зарплати, без відповідного підвищення продуктивності, призведуть у кінцевому рахунку до такої ситуації, коли загальні внутрішні витрати на робочу силу зростатимуть при її відтоку в більш прибуткові сектори за межами України, стагнації внутрішньої продуктивності та перетоком коштів банківського сектору в облігаційні вкладення, тобто до інвестиційного витіснення. Під останнім у даному випадку мається на увазі зростання перетоку інвестиційних ресурсів з фінансового ринку у більш дохідний і менш ризиковий сегмент державних облігацій.

Досить високі дохідності за ОВДП протягом тривалого періоду, складність впливу на формування інфляційних очікувань та невідповідність рівня облікової ставки НБУ інвестиційним потребам реального сектору обумовлюють більш широкий

погляд на фактори впливу на прийняття рішень про зміни ставок рефінансування центробанку та відповідне врахування даних факторів при складенні засад монетарної політики. У таблиці 1 ми сформулювали декілька з ключових правил і індикаторів визначення облікових ставок у світі з відповідними перевагами, недоліками і можливостями застосування в умовах України.

Зауважимо, що за винятком загальновідомого у практиці ФРС правило Тейлора [7], перераховані індикатори можливі для врахування органами монетарного регулювання в Україні для прийняття рішень щодо зміни чи коригування облікової ставки. При цьому, адаптованість внутрішньої монетарної політики до зовнішніх умов визначення відсоткових ставок має врахувати два принципових напрями впливу вартості ресурсу на світових фінансових ринках на кон'юнктурні особливості фінансових ринків: 1) їх вплив на умови державних запозичень на зовнішніх ринках; 2) преференції суб'єктів фінансового ринку щодо короткострокових і менш ризикових вкладень унаслідок розширення можливостей скорочення ними витрат та збільшення комісійних доходів від діяльності не пов'язаної з інвестуванням. У цьому зв'язку, з урахуванням ефекту інвестиційного витіснення в Україні і необхідністю подальших залучень коштів на фінансування бюджетного дефіциту, вважаємо за доцільне розширити низку показників для України спредом кривої дохідності за ОВДП, а також світовими відсотковими ставками (таб. 2)

Обидва показники є пов'язаними між собою у контексті інвестиційного витіснення. Механізм

Таблиця 1. Фактори визначення відсоткових ставок центральними банками і можливості застосування в Україні

Фактор/індикатор	Переваги	Недоліки	Специфіка застосування в Україні при рішенні про зміни ставок
Правило Тейлора: нейтральна ставка + річний ІСЦ + 0,5*(ВВПпотенц. – ВВПфакт.) + 0,5(ІСЦфакт. – ІСЦочікуван.)	Дає можливість точного кількісного визначення ставки для визначеного періоду	Складність визначення рівня нейтральної відсоткової ставки для країн, що розвиваються	Складність визначення як нейтральної відсоткової ставки, так і потенційного рівня ВВП
Розрив виробництва (Output gap)	Виражає поточний попит на інвестиції; показує етап циклу	Тривалий лаг між поточним станом ВВП і оприлюдненням даних	Значна питома вага неофіційного ВВП у загальному; складність визначення потенційного рівня ВВП
Рух трансграничного капіталу	Показує ризики спекулятивного притоку/відтоку капіталу; дає сигнали про динаміку обмінного курсу; один з найбільш оперативних даних (по операціям)	Тривалі терміни прийняття рішень з приводу довгострокових трансграничних інвестицій; виведення капіталу може здійснюватись за непрозорими схемами	Грошові перекази працюючих за кордоном мають вагомий вплив на валютний ринок і пов'язані з внутрішньою зайнятістю; інвестиції нерезидентів в ОВДП є частковим вираженням «інвестиційного витіснення»
Зайнятість	Низька волатильність показника; відображає стан попиту на роботу силу і інвестиції; пов'язаний з заощадженнями і відсотковими ставками	Оприлюднюється з запізненням; рівноважний стан визначити практично неможливо	Реальний показник важко визначити через високий обсяг зайнятих в тіньовому секторі; практично не впливає на заощадження і відповідно на відсоткові ставки

Джерело: складено автором

Таблиця 2. Показники прийняття рішень про зміни відсоткових ставок центральними банками в Україні

Фактор/індикатор	Переваги	Недоліки
Крива дохідності за державними облигаціями (ОВДП)	Оперативність; виражає попит на ліквідність, ризики і ефект «інвестиційного витіснення»; спред між довгим і коротким сегментами дає можливість прогнозувати попит на інвестиційні кредити	НБУ може впливати безпосередньо на її структуру шляхом цілеспрямованого викупу чи продажу облигацій обумовленого терміну
Світові відсоткові ставки	Є показником умов державних запозичень на зовнішніх ринках, глобальних цінових тенденцій, очікувань іноземних інвесторів	Як наслідок різної направленості важко визначити вагомість окремих ставок для вітчизняного фінансового ринку

Джерело: складено автором

впливу світових відсоткових ставок, виражених ключовими ставками рефінансування провідних банків світу, на ключові вітчизняні макроекономічні індикатори, можна виразити наступним чином:

Світові відс.ставки \uparrow \rightarrow умови запозичення \downarrow \rightarrow поточна дохідність за ОВДП \uparrow \rightarrow бюджетний дефіцит \uparrow , витрати на погашення боргу \uparrow \rightarrow «інвестиційне витіснення» \rightarrow інфляція витрат \uparrow , \rightarrow продуктивність \downarrow

При відповідних змінах ключових облікових ставок центробанків світу, які у цілому є більш про-

гнозованими, мають місце зміни як в умовах запозичення, так і у кінцевому рахунку у внутрішній інфляції виробників, що особливо актуально у світлі низької питомих ваги кредитів в інвестиціях.

Висновки

Модифікація політики НБУ у напрямку відходу від малоуспішного таргетування інфляції, до підтримки кривої дохідності на прийнятному для інвестування рівні та впливу на дохідності за ОВДП є більш пріоритетним завданням на етапі інвес-

тиційного витіснення, коли державні облигації характеризуються дохідностями вищими за ставку по депозитам, а реальний сектор не має коштів для розширення виробництва і довгострокових інвестицій. При цьому, облікова ставка має бути ефективним інструментом формування очікувань реальним сектором. Для цього є доцільним прийняття до уваги більшого діапазону факторів і показників при рішеннях про зміни облікових ставок, зокрема спред кривої дохідності за ОВДП і ключових ставок центробанків світу, що дасть змогу прогнозувати попит на кредитні кошти, проводити більш цілеспрямований викуп чи продаж ОВДП центробанком при змін умов урядових запозичень.

Список використаних джерел

1. Данилишин Б. М. Основні напрями монетарної політики України / Б. М. Данилишин // *Фінанси України*. – 2018. – № 2. – С. 9–25.
2. Міщенко В. І. Світові тенденції монетизації економіки / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова, І. М. Лон // *Фінанси України*. – 2017. – № 9. – С. 53–74.
3. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/control/uk/publish/>
4. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-02/suddenly-inflation-isn-t-all-that-matters-to-turkey-central-bank> Suddenly Inflation Isn't Turkish Central Bank's Only Worry. April, 2, 2019
5. Svensson L., What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules. – NBER Working Paper No. 9421. Jan.2003.– p.3–6.
6. Кульпінський С.В. Спред кривої дохідності за ОВДП як предиктор інвестиційної активності вітчизняних банків. – *Чернігівський науковий часопис. Серія 1. Економіка і управління* – Чернігов: ЧНТУ.– №1 (7). – 2016. – 67–72.
7. Clarida R. Galn J.; Gertler M. «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Theory and Some Evidence». – *Quarterly Journal of Economics*. – 115 (1) – 2000. p.147–180.

References

1. Danylyshyn B. M. Osnovni napriamy monetarnoi polityky Ukrainy / B. M. Danylyshyn // *Finansy Ukrainy*. – 2018. – № 2. – С. 9–25.
2. Mishchenko V. I. Svitovi tendentsii monetyzatsii ekonomiky / V. I. Mishchenko, S. V. Naumenkova, I. M. Lon // *Finansy Ukrainy*. – 2017. – № 9. – С. 53–74.
3. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <https://bank.gov.ua/control/uk/publish/>
4. [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-02/suddenly-inflation-isn-t-all-that-matters-to-turkey-central-bank> Suddenly Inflation Isn't Turkish Central Banks Only Worry. April, 2, 2019
5. Svensson L., What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules. – NBER Working Paper No. 9421. Jan.2003.– p.3–6.
6. Kulpinskyi S.V. Spred kryvoi dokhidnosti za OVDP yak predyktor investytsiinoi aktyvnosti vitchyznianskykh bankiv. – *Chernihivskyi naukovyi chasopys. Seriia 1. Ekonomika i upravlinnia* – Chernyov: ChNTU.– №1 (7). – 2016. – 67–72.
7. Clarida R. Galn J.; Gertler M. «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Theory and Some Evidence». – *Quarterly Journal of Economics*. – 115 (1) – 2000. p.147–180.

Дані про автора

Кульпінський Сергій Віталійович,

д.е.н., професор Чернігівського національного технологічного університету

e-mail: skulpinsky@gmail.com

Данные об авторе

Кульпинский Сергей Витальевич,

профессор Черниговского национального технологического университета

e-mail: skulpinsky@gmail.com

Data about author

Sergiy Kulpinsky,

Professor, Chernihiv National Technological University

e-mail: skulpinsky@gmail.com