

УДК 336.711

САВЛУК Сергій, д. е. н., доцент кафедри банківської справи
Київського національного торговельно-економічного
університету

ПРОЦЕНТНА ПОЛІТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

Розглянуто процентну політику центрального банку на прикладі України і Польщі. Досліджено взаємозв'язок динаміки облікової ставки, ставки рефінансування центрального банку з макроекономічними індикаторами в Україні і Польщі. Визначено основні типи процентної політики центрального банку та її когнітивний зв'язок з процентною політикою комерційних банків.

Ключові слова: облікова ставка, ставка рефінансування, обмінний курс, індекс споживчих цін, процентна політика, структура процентної ставки.

Савлук С. Процентная политика центрального банка. Рассмотрена процентная политика центрального банка на примере Украины и Польши. Исследована взаимосвязь динамики учетной ставки, ставки рефинансирования центрального банка с макроекономическими индикаторами в Украине и Польше. Определены основные типы процентной политики центрального банка и ее когнитивная связь с процентной политикой коммерческих банков.

Ключевые слова: учетная ставка, ставка рефинансирования, обменный курс, индекс потребительских цен, процентная политика, структура процентной ставки.

Постановка проблеми. Розробка та реалізація якісної процентної політики (ПП) є одним з ключових завдань діяльності будь-якого центрального банку. Політика "дешевих" грошей може як дати поштовх інвестиційному розвитку економіки, так і призвести до зростання цін і зменшення ефективності. "Дорогі" гроші центрального банку слугують індикатором високого рівня інфляції та економічної нестабільності і по суті є червоним сигналом для активізації інвестиційної діяльності. Для визначення оптимальних параметрів ПП важливо дослідити зв'язок таких її інструментів, як облікова ставка та ставки рефінансування з ключовими фінансовими індикаторами ринку – інфляцією, обмінним курсом, ринковими ставками комерційних банків за кредитами та депозитами. Облікова ставка є своєрідним дороговказом вартості грошей на ринку запозичень та драйвером інвестиційних потоків. Особливу важливість процентної політики довів Європейський центральний банк, встановивши від'ємну ставку за своїми депозитами, чим стимулював спрямування грошових потоків у інвестиційну діяльність, збільшення споживання, на відміну від накопичення коштів на банківських рахунках. Проте така політика має і зворотний бік: ресурси можуть перетікати в інші валюти і країни з вищою дохідністю капіталів, а над-

мірне споживання призвести не тільки до інфляції, але й до зростання імпорту із знеціненням національної валюти, що можна спостерігати з євро в останні роки. В 2017р. швидше не євро зміцніло, а здешевів долар з політичних мотивів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню проблеми ПП як центрального, так і комерційних банків присвячено низку праць вітчизняних (С. Лобозинської [1], С. Баби́ча, [2], Н. Кухарук, Г. Чмерук [3]) і зарубіжних С. Хамалайнен (S. Hämäläinen) [4], Г. Клаееса (G. Claeys) та М. Демертзіс (M. Demertzis) [5]) авторів, а також офіційні публікації Міжнародного валютного фонду [6] та Європейського центрального банку [7]. Проте не всі аспекти ПП висвітлено достатньо повно, що зумовило потребу її розгляду в історичному ракурсі та проведення порівняльного аналізу тенденцій процентних ставок центральних і комерційних банків та інших макроекономічних індикаторів на прикладі України та Польщі.

Метою статті є визначення основних правил формування процентної політики та надання рекомендацій щодо побудови оптимальної процентної політики центрального банку залежно від ситуації в економіці, банківській системі та основних цілей діяльності центрального банку на перспективу.

Матеріали та методи. Інформаційним підґрунтям дослідження є законодавство України, нормативні документи Національного банку України (НБУ), закордонні публікації, зокрема матеріали Народного банку Польщі. Використано статистичні матеріали, розміщені на сайті НБУ, Державної служби статистики України, інших відкритих джерел.

Застосовано методи кореляційно-регресійного аналізу, історичний, логічний підходи, методи порівнянь та графічного аналізу.

Результати дослідження. Ключову роль у детермінації ПП комерційних банків відіграє центральний банк. Саме через ставки рефінансування банків формується базис для визначення вартості грошей на грошово-кредитному ринку країни. В свою чергу, вартість грошей на ринку знаходиться у діалектичній єдності з динамікою цін та іншими макроекономічними показниками. Дешеві гроші збільшують грошову масу в обігу, зростає рівень монетизації ВВП, але збільшується й інфляційний ризик. З іншого боку, зависока інфляція вимагає рестрикційної політики, ключова роль у якій відводиться обліковій ставці та ставкам рефінансування (залежно від інструментів) і залучення центробанком надлишкової ліквідності, які, як правило, на 0.5–2 в. п. відхиляються від облікової.

Відповідно до Закону України "Про Національний банк України" (ст. 7) "облікова ставка НБУ – один з монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк України встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів, а ставка рефінансування НБУ – виражена у відсотках плата за кредити, що надаються банкам, яка встановлюється Національним банком України з метою впливу на грошовий оборот та кредитування" [8].

У той же час, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 р. та середньострокову перспективу (розділ 5) фігурує дещо інше призначення облікової ставки: "Ключова процентна ставка (облікова ставка) встановлюватиметься Правлінням Національного банку та відображатиме стан грошово-кредитної політики, слугуючи операційною ціллю для короткострокових процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку" [9]. Тут же додається теза про те, що поступове нівелювання зазначених чинників посилюватиме потенційну дієвість застосування ключової процентної ставки (облікової ставки) Національного банку. Це виявлятиметься у посиленні ефектів трансмісійного механізму процентних ставок не лише на міжбанківському кредитному ринку у момент трансформації імпульсів від коротко- до середньо- та довгострокових процентних ставок, а також грошових ресурсів відповідної тривалості, а й під час прийняття бізнес-рішень у реальному секторі економіки. Ці визначення сутності та цілей облікової політики Національного банку України помітно різняться між собою, а визначення, наведене в Основних засадах, взагалі можливо трактувати неоднозначно. Тому доцільно глибше вивчити це питання, базуючись на статистичних даних щодо облікової політики центральних банків різних країн, зокрема України і Польщі.

Для початку доцільно дослідити динаміку трьох взаємопов'язаних індикаторів: облікової ставки НБУ, індексу споживчих цін, обмінного курсу гривні до долара США за період від впровадження в обіг гривні (1996–2017 рр.). Динамічні ряди цих показників наведено на *рис. 1*, з якого випливає, що:

- облікова ставка, індекс інфляції, динаміка валютного курсу є нестабільними і мають хвильовий характер змін у часі, при цьому "свічки" змін обмінного курсу значно вищі ніж коливання рівня інфляції чи облікової ставки НБУ, тобто зміни цих показників відбуваються не синхронно;
- у періоди різкої девальвації гривні інфляція й облікова ставка зростають повільніше, ніж знижується курс гривні, а у періоди відносної валютної стабільності – зростають, ніби наздоганяючи хвилю валютного курсу;
- з попереднього висновку випливає, що у періоди валютної стабільності краще тримати кошти чи вести бізнес у національній валюті, а напередодні валютних струсів формувати валютні ресурси;
- з 2016 р. почався новий період відносної валютної стабільності за винятком сезонних коливань. Незважаючи на від'ємне сальдо торговельного балансу, він забезпечується передусім трансфертами приватних коштів та фінансовою підтримкою МВФ. Скільки продовжиться цей етап, спрогнозувати складно, очевидно на нього вплинуть президентські і парламентські вибори 2019 р. і співпраця з МВФ, але й тут поки спостерігається підвищений рівень інфляції і, відповідно, облікової ставки;

• лаг між змінами валютного курсу та інфляції може спричинятись державним регулюванням цін, недостатньою ринковою конкуренцією, залежністю ринку від бюджетної політики, коли держава намагається підвищеними видатками компенсувати втрати населення від знецінення гривні, що може призводити до зростання цін. Причини цього лагу потребують окремого дослідження.

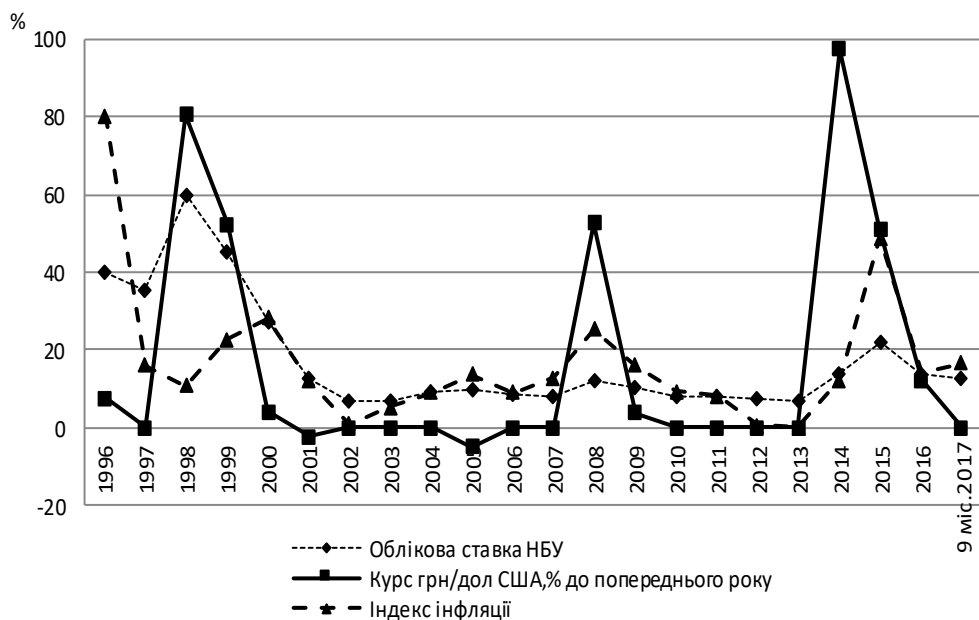


Рис. 1. Динаміка окремих макроекономічних індикаторів економіки України за 1996–2017 рр.

Джерело: побудовано за даними [10].

Для поглибленого дослідження зв'язків між цими трьома показниками проведено їх кореляційний аналіз за цей період і отримано такі коефіцієнти кореляції:

- між інфляцією й обліковою ставкою – 0.47;
- між інфляцією і валютним курсом – 0.17;
- між валютним курсом і обліковою ставкою – 0.51.

У статистичних дослідженнях вважається, що якщо коефіцієнт кореляції знаходиться у діапазоні 0–0.2, то зв'язку практично немає, в діапазоні 0.2–0.5 зв'язок є слабким, 0.5–0.7 – середнім, 0.7–0.9 – значним, 0.9–1 – максимально щільним. У представленому випадку відсутність зв'язку між динамікою курсу й інфляцією могла бути спричиненою описаним лагом. Облікова ставка має навіть більш щільний зв'язок зі зміною курсу, ніж з індексом споживчих цін. Це означає, що облікова політика за період, що досліджується, в цілому базувалася навіть більше на динаміці валютного курсу, ніж на рівні інфляції, хоча її залежність від обох індикаторів є досить слабкою. Проте в різні періоди на інтервали

1996–2017 рр. динаміка цих показників могла бути різною. Для більш детального дослідження "поведінки" цих показників побудовано *таблицю*.

Середні значення облікової ставки, зміни валютного курсу, індексу інфляції в Україні за відповідні періоди

Період, рік	Облікова ставка	Зміна курсу	Інфляція
1996–2000	36.6	–28.8	28.3
2001–2007	8.8	+1.04	8.9
2008–2009	11.2	–28.05	20.6
2010–2013	7.4	0	4.5
2014–2015	18.0	–74.1	30.4
2016 – 9 міс. 2017	13.3	–6.1	15.2

Джерело: побудовано автором за даними [10].

У *таблиці* періоди сформовані за рівнем стабільності економіки і грошової системи країни.

На *першому етапі* (1996–2000 рр.) середньорічна облікова ставка була значно вищою за середні темпи девальвації гривні й інфляції, тобто це період "дорогих грошей", коли грошова маса теоретично не повинна була значно зростати і відповідно створювати тиск на ціни і курс. Хоча банки могли залучати дорогі гривневі ресурси, вкладати у валютні операції чи видавати кредити, передбачаючи зростання цін як джерело повернення кредитів. Проте такі операції були безперспективними, що і засвідчила криза 1999 р. Тобто основними драйверами девальвації й інфляції у той період могли бути розбалансований платіжний баланс, накопичені гривневі ресурси, товарний дефіцит, але не збільшення пропозиції грошей.

Другий етап (2001–2007 рр.) період відносної економічної стабільності. Облікова ставка йшла "нога в ногу" з інфляцією, причому на помірному рівні, і мало місце навіть незначне укріплення курсу гривні. На *третьому етапі* (2008–2009 рр.), у період кризи, облікова ставка була значно нижчою за темпи девальвації та інфляції, які були майже однаковими і трималися на досить високому рівні. Цей період можливо назвати періодом "дешевих грошей". *Четвертий етап* (2010–2013 рр.) за своїм характером схожий з другим і його основним драйвером знову ж таки була стабільна гривня. *П'ятий* (2014–2015 рр.) за зміною показників схожий з третім, хоча темпи девальвації тут значно вищі. *Шостий етап* почався з 2016 р., і вкрай важливо, аби він за своїми параметрами наблизився до другого та четвертого, проте зараз негативних чинників значно більше, ніж у ті періоди.

Результати аналізу свідчать, що, *по-перше*, процентна політика НБУ в різні періоди коливалась від політики "дешевих" до політики "дорогих" грошей і в короткострокових періодах не була тісно пов'язана з показниками інфляції і девальвації. *По-друге*, інфляція була тісно

пов'язана з темпами девальвації, і тільки за курсової стабільності забезпечувався помірний рівень інфляції. Тому НБУ не можна ставити за мету досягнення помірної інфляції без забезпечення стабільності валютного курсу. Вирішення цих двох завдань потрібно розглядати в єдності як найбільш реальний спосіб досягнення монетарної стабільності. *По-третє*, вплив часового чинника (лагу) на зв'язок облікової ставки з інфляцією виявляється в синхронній зміні облікової ставки в одному періоді і зміні середнього індексу інфляції у наступному періоді. *По-четверте*, коефіцієнти кореляції (у цьому дослідженні продемонстрували низький зв'язок між інфляцією і девальвацією за весь період) не враховують часові лаги між динамікою показників і не завжди дають достовірні результати.

Для проведення порівняльного аналізу з обліковою політикою інших центральних банків, доречно скористатись даними центрального банку Польщі (дослівна назва – Народний банк Польщі) за 2001–9 місяців 2017 р. Так як обмінний курс златого коливався незначно, його виключено з дослідження і порівняно динаміку облікової (дослівна назва – референтна) ставки та індексу щорічної інфляції у Польщі за цей період (*рис. 2*).

Графіки, наведені на *рис. 2*, дають можливість зробити ряд висновків щодо процентної політики Народного банку Польщі:

- зміна облікової ставки досить синхронно відображає динаміку індексу інфляції, що підтверджується високим коефіцієнтом кореляції між цими показниками – 0.7;

- облікова ставка весь період була вищою за індекс інфляції і стала нижчою (1.5 %) за індекс інфляції (1.8 %) лише за 9 місяців 2017 р., проте за результатами року картина може змінитися. Тобто польський центральний банк, на відміну від українського, постійно враховував індекс інфляції при встановленні облікової ставки і проводив політику "дорогих грошей", не дозволяючи банківській системі заробляти на ножицях між індексом інфляції і вартістю кредитних ресурсів. Польські комерційні банки при визначенні ставок за кредитами повинні були розраховувати на ефективність самого кредитного проекту, а не на механічне зростання цін як джерело повернення кредитів;

- тренд індексу інфляції у Польщі, як і в Україні, має хвильовий характер, але якщо в Україні за останні 3 роки він загалом низхідний, то у Польщі – висхідний, до цільового рівня в 2.5 % [7]. При цьому середньорічний рівень інфляції у Польщі з 2001 р. становив лише 2.2 % (за середньоарифметичною величиною).

Набір інструментів рефінансування центральним банком комерційних банків у Польщі є досить широкими і поділяється на три групи: ломбардні кредити, редисконтні кредити та рефінансування.

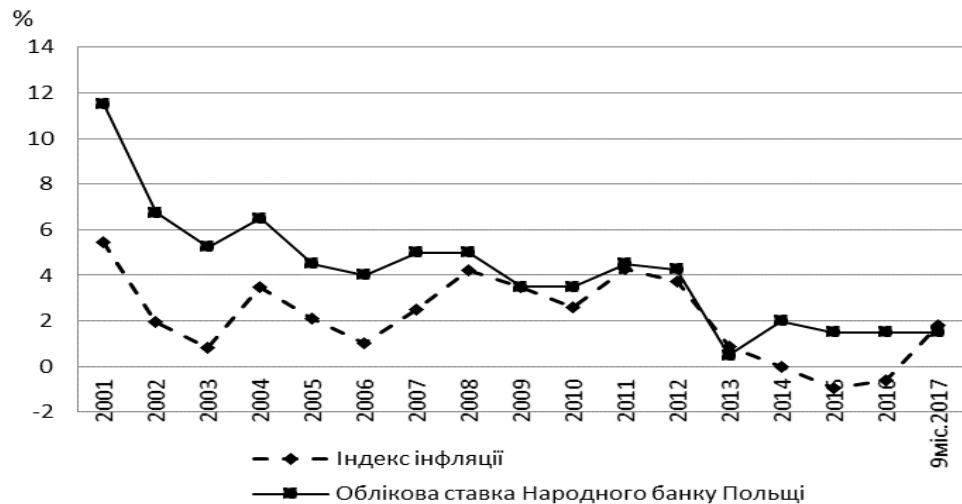


Рис. 2. Індекс щорічної інфляції та облікова ставка Народного банку Польщі за 2001–2017 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [11].

Ломбардні кредити надаються на короткостроковий термін під тверду заставу, тобто активи, які вільно обертаються на ринку. На жовтень 2017 р. Народний банк Польщі приймав у заставу за такими кредитами 98 видів цінних паперів, включаючи корпоративні та муніципальні, а ставка за ними складала 2.5 %, що на 1 процентний пункт вище облікової (референтної) ставки. Друга група не є кредитами, а операцією *редисконтування* векселів комерційних банків центральним банком Польщі, що практично не має аналогу в Україні, проте немає інформації про широке застосування цього інструменту і у Польщі. На середину 2017 р. ставка редисконтування центрального банку Польщі становила 1.75 %, що нижче ломбардної ставки, хоча і вище облікової. Ставка рефінансування банків на жовтень 2017 р. склала 3.5 %. За своїм механізмом це короткострокові незабезпечені кредити банкам з боку центробанку типу "овернайт". Крім того, Народний банк Польщі залучав депозити від комерційних банків під ставку 0.5 %, яка в 7 разів менша за ставку рефінансування і майже в 4 рази нижча за рівень інфляції, що спонукає польські банки кредитувати економіку країни, а не розміщувати ресурси в інструменти центрального банку.

Процентна політика комерційних банків по суті повинна віддзеркалювати ПП центрального банку з певними коригуваннями на деякі фактори:

- стан макроекономічної ситуації і прогнозів її тенденцій, які визначають попит на кредити і можливості їх повернення;
- сезонні коливання, пов'язані зі зміною податкових періодів, коливаннями обсягів продажу валютної виручки, особливо сільськогосподарських підприємств;

- можливості до заощаджень підприємств і населення. У періоди підвищення інфляції можливості до довгострокового розміщення коштів зменшуються, відповідно зростає їх вартість. Проте великі обсяги грошових коштів у такі періоди накопичуються на поточних рахунках підприємств, особливо роздрібною та оптовою торгівлі. Відповідно вартість короткострокових ресурсів повинна зменшуватись;
 - збільшений попит на ресурси з боку банків у період криз;
 - зростання плати за ризик у структурі процентної ставки за кредитами банків у період криз;
 - політика банків щодо управління процентною маржею як відповідно до макроекономічної ситуації, так і згідно з індивідуальними стратегіями банків;
 - система оподаткування доходів від розміщення депозитів населенням;
 - рівень монополізації ринку банківських послуг;
 - особливості регіонального розвитку та інші чинники.
- Структуру процентної ставки за кредитами комерційних банків можливо представити таким чином (рис. 3):

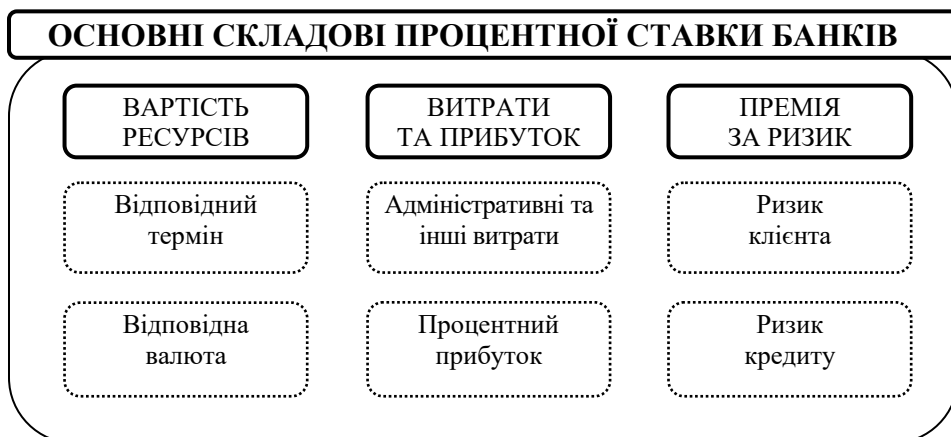


Рис. 3. Структура процентної ставки за кредитами комерційних банків

Джерело: складено автором.

Дещо детальніше про основні складові процентної ставки за кредитами банків.

Вартість ресурсів – це ставка, яку сплачує банк за залучення ресурсів відповідного терміну і у відповідній валюті. Якщо банк іде на ризик ліквідності та кредитує за рахунок депозитів, коротших до повернення, ніж терміни кредитів, та кредитує у валютах, відмінних від залучених, то вартість кредитних ресурсів є середньою від вартості окремих ресурсів для відповідного кредиту та кредитного портфеля вцілому. Тут також слід врахувати вартість балансового капіталу як кредитного ресурсу. Підходи до її визначення можуть бути різними, а сама вартість –

коливатись від 0 % до розрахункової норми дивідендів чи аналогічної вартості довгострокових ресурсів у національній валюті.

Витрати та прибуток – прямі витрати банків на проведення депозитних та кредитних операцій (зарплата, канцелярія, відрядження тощо) та аллоковані за певним алгоритмом загальнобанківські витрати: комунальні та інші платежі, витрати на бек-офіс тощо, а також чистий процентний дохід, який банк планує отримати за певним кредитом чи портфелем у цілому. Як правило, плановий чистий процентний дохід розраховується на основі внутрішніх трансфертних цін. Він також може визначатись на основі цільового рівня рентабельності. Тоді всі складові процентної ставки множаться на цей рівень.

Премія за ризик – це оцінений банком процентний спред, який повинен покривати ризики неповернення кредиту клієнтом з урахуванням галузевих та інших видів ризику діяльності позичальника. Її індикативним орієнтиром може слугувати фактичне відношення створених резервів до чистих процентних доходів за цей же період.

Крім внутрішніх факторів, які впливають на величину ставки за кредитами, є й зовнішні, передусім, це величина ставок у банків-конкурентів на аналогічні кредити. Фінальна ставка за кредитом визначається з урахуванням зовнішніх та внутрішніх чинників.

З метою оцінки наявності зв'язку між процентними ставками комерційних банків за кредитами та депозитами зі ставкою рефінансування центрального банку побудовано графіки змін цих показників в Україні за період з 2005 р. (рис. 4).

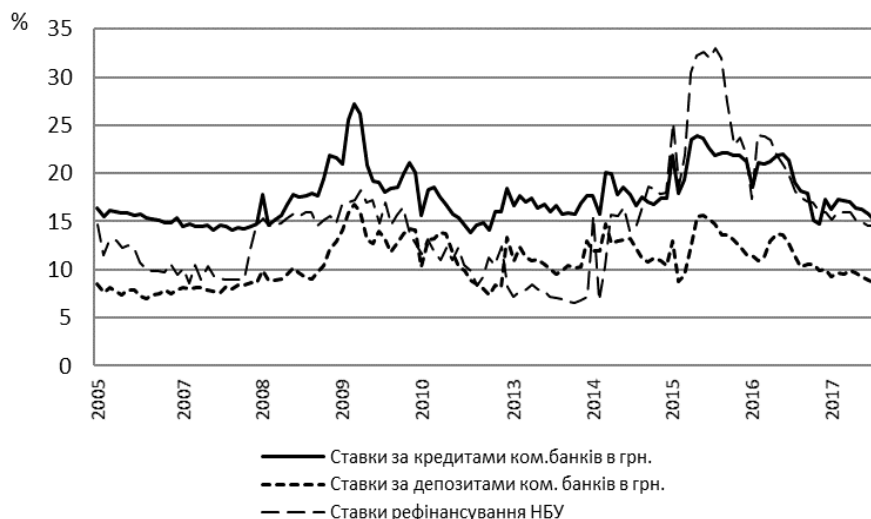


Рис. 4. Динаміка середніх процентних ставок українських банків у національній валюті за січень 2005 – серпень 2017 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [10].

Дані, наведені на *рис. 4*, свідчать про відсутність прямої узгодженості в динаміці облікової ставки та ставок за кредитами та депозитами комерційних банків. За січень 2005 – жовтень 2009 рр. ставка рефінансування НБУ у цілому знаходилась у діапазоні між ставками за депозитами і кредитами банків, хоча і в цей період вона наближалась то до ставок за депозитами, то до ставок за кредитами банків. При цьому у кризовий період кінця 2008 – початку 2009 рр. вона зросла незначно, при тому що ставки за депозитами і особливо за кредитами комерційних банків відчутно відреагували на кризові явища, і ставка за гривневими кредитами банків досягла піку у 27.2 % у лютому 2009 р.

З листопада 2009 р. по вересень 2010 р. ставка рефінансування знизилась нижче рівня ставок за депозитами комерційних банків, як би сигналізуючи банкам про необхідність зниження їх ставок за кредитами та депозитами. Проте вони не відреагували на цей сигнал з боку НБУ і продовжували утримувати ставки вищі, ніж у докризовому періоді. З жовтня 2010 р. по кінець 2011 р. облікова ставка в цілому знову увійшла у діапазон між ставками банків за депозитами і кредитами. З 2012 р. по лютий 2014 р. вона знову опустилась нижче ставок за депозитами банків. Далі вона не тільки перевищила ставки за депозитами, а й з вересня 2014 р. перевалила за рівень ставок за кредитами банків. Цей період "дорогих" грошей завершився тільки у квітні 2016 р., коли ставка рефінансування опустилася трохи нижче ставок за кредитами банків. Ця тенденція, коли ставка рефінансування є наближеною до ставок за кредитами банків, спостерігалася і в 2017 р.

За змінами в динаміці процентних ставок можливо виділити три основні форми процентної політики НБУ у період, що розглядається:

- *"поміркована" політика*, коли ставка рефінансування знаходилась приблизно посередині спреду між ставками залучення і ставками розміщення гривневих ресурсів. Це січень 2005 – жовтень 2009 рр. та 2011 р.;
- *політика "дешевих" грошей*, коли ставка рефінансування була на рівні або нижче ставок за гривневими депозитами банків. Це листопад 2009 – вересень 2010 рр., 2012–2013 рр. (за винятком окремих періодів);
- *політика "дорогих" грошей*, коли ставка рефінансування переважала ставки за кредитами банків або знаходилась приблизно на тому ж рівні. Проводилась у "гострій фазі" у період з вересня 2014 по квітень 2016 рр. У цілому цю фазу можливо подовжити і на 2016–2017 рр., назвавши її періодом "помірковано дорогих" грошей.

Протягом 2015–2017 рр. тренд ставки рефінансування більше відповідав тренду ставок за банківськими кредитами, ніж тренду ставок за банківськими депозитами, що підтверджується більш високим коефіцієнтом кореляції ставки рефінансування і ставки за кредитами банків – 0.72 проти 0.52 відносно ставок за банківськими депозитами. Але ставки за банківськими кредитами у своїй динаміці більш адекватно слідували руху ставок за банківськими депозитами, ніж ставкам рефінансування

НБУ, що підтверджується більш високим коефіцієнтом кореляції між ними – 0.84. Тобто банки в своїй кредитній політиці більш залежали від вартості ресурсів на ринку, ніж від можливостей залучати кошти від НБУ, особливо в періоди "дорогих" грошей. При цьому практично у всі періоди банки тримали високий спред між ставками залучення і розміщення ресурсів. З 2005 р. він у середньому становив 7 в. п., що свідчить про зависоку премію за ризик та/або значні адміністративні витрати банків при низькому рівні комісійних доходів.

Для проведення дослідження ПП банків інших країн доцільно скористатися статистикою по банківській системі тієї ж Польщі. Польські комерційні банки, крім міжбанківських кредитів, видають споживчі кредити домашнім господарствам і кредити нефінансовому сектору економіки. У складі кредитів домашнім господарствам виділяються кредити: споживчі; на нерухомість; на ведення фермерського господарства; приватним підприємцям. Ресурсну базу банків також формують домашні господарства і нефінансовий сектор економіки. Щомісячну динаміку відсоткових ставок за кредитами та депозитами польських банків, а також ставку рефінансування з боку центрального банку наведено на *рис. 5*.

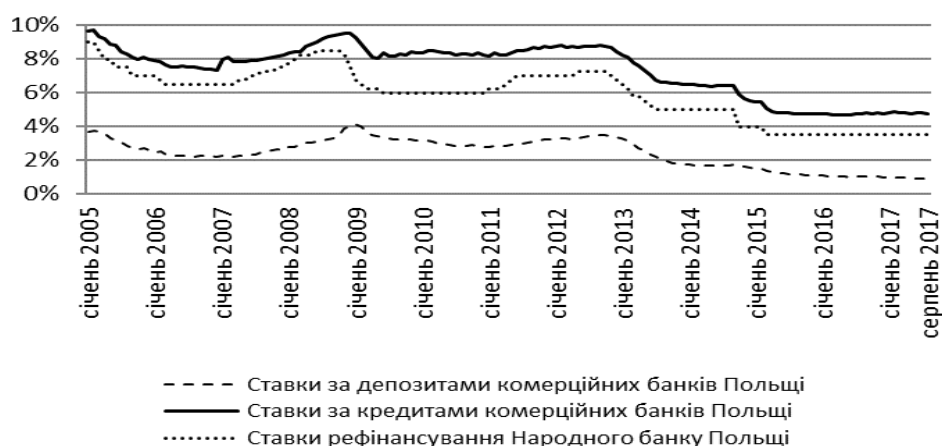


Рис. 5. Ставки за депозитами, кредитами польських комерційних банків та ставки рефінансування Народного банку Польщі, січень 2005–серпень 2017 р.

Джерело: побудовано автором за даними [11].

Як випливає з *рис. 5*, спред між ставками залучення ресурсів у злотих і їх розміщення хоч і знизився з 6 % до 4 % за період, що досліджується, все ж тримався на досить високому рівні – майже такому ж, як в українських банків. При цьому вартість залучених ресурсів польських банків у рази менша, ніж в українських банків, що дає змогу їм забезпечувати високий рівень процентної маржі при значно нижчому

рівні кредитного ризику. Проте не слід виключити більш високий рівень адміністративної маржі у польських банків, ніж в українських.

Ставка рефінансування центробанку Польщі весь час знаходилась у коридорі між депозитними і кредитними ставками польських комерційних банків, хоча і була ближчою до кредитних ставок, ніж до депозитних. Це дає змогу віднести процентну політику центробанку Польщі до категорії "помірковано дорогих грошей". І це найбільш раціональна політика центрального банку: з одного боку, вона стимулює банки не приходити за ресурсами до центрального банку, а залучати їх на ринку, з іншого, – надає можливість банкам за потреби підтримати свою ліквідність без збитків для своєї діяльності. Крім того, ставка рефінансування Народного банку Польщі є вищою за рівень інфляції, що стримує монетарними методами зростання індексу цін, так як банки і їх позичальники не можуть заробити прибутки на ножицях індексу цін і ставки рефінансування. При цьому його облікова ставка була значно нижчою ставки рефінансування (1.5 % проти 3.5 %) на середину 2017 р., а її динаміка відповідала тенденціям ставок за депозитами польських банків. Це сигнал польському фінансово-банківському середовищу, що рівень інфляції, рівень ставок за депозитами і облікова ставка повинні бути на ідентичному, але не обов'язково однаковому рівні.

Щодо статистичної залежності ставок за кредитами від ставок за депозитами і ставок рефінансування польських банків, то ці зв'язки виявились набагато тіснішими, ніж в українських банків. Так, коефіцієнт кореляції між ставками за кредитами і депозитами польських банків становив 0.96 проти 0.84 в Україні, а між кредитами банків і ставкою рефінансування – 0.87 проти 0.72 в Україні. Це свідчить про більш гнучку процентну політику комерційних банків Польщі залежно від ринкових умов.

Ставка рефінансування НБУ на початок листопада 2017 р. (15.5 %) була практично однаковою з рівнем середніх процентних ставок за гривневими кредитами комерційних банків (близько 16 %) і вищою від рівня інфляції (14.6 % за жовтень 2017 р.). При позитивній траєкторії інфляція повинна знизитись, що створить передумови для зниження ставок за кредитами і ставки рефінансування. Проте українські банки в своїй кредитній політиці більше орієнтуються не на ставку рефінансування, а на ринкову вартість ресурсів, яка на початок листопада 2017 р. (9.0 %) була значно нижчою від облікової ставки НБУ та індексу інфляції. Це кардинально відрізняє ситуацію в Україні від польської. Українським вкладникам стає не вигідно тримати кошти у банках, і вони можуть повернути свої грошові потоки у більш дохідні активи – золото, валюту, навіть у криптовалюту або споживчі товари (добре, якщо українського виробництва, але якщо імпортні, то це створить додатковий тиск на курс гривні). При цьому зростання цін призводить і до зміни структури ресурсної бази банків: зменшується частка строкових, хоч і дорогих

депозитів, збільшується частка коштів на поточних рахунках, особливо на рахунках торговельних фірм. Кредитування ж поточними ресурсами строкових проектів різко збільшує ризик розриву ліквідності банків.

Висновки. Проведений аналіз показав надто слабкий кореляційний зв'язок між трендами облікової ставки і основними макроекономічними індикаторами в Україні. Це свідчить про необхідність гнучкої корекції процентної політики як центральним, так і комерційними банками відповідно до економічних умов і цільових орієнтирів своєї діяльності.

Важливим компонентом процентної політики є управління ставками за інструментами залучення коштів центральним банком. Якщо ставка залучення коштів центральним банком Польщі (0.5 %) є удвічі нижчою, ніж середня ставка залучення коштів комерційними банками, то це стимулює їх кредитувати економіку, а не розміщувати ресурси у центральному банку. Якщо НБУ візьме "на озброєння" такий підхід, то ставка за депозитними сертифікатами НБУ не повинна перевищувати 4.5–5 % проти фактичних 11.5 % на початок листопада 2017 р.

Зниження ставки залучення коштів за депозитними сертифікатами НБУ зменшувало б його процентні витрати і одночасно стимулювало комерційні банки кредитувати економіку і знижувати ставки за поточними рахунками клієнтів, спонукаючи їх розміщувати кошти у більш дохідні строкові депозити. Проте, кредитуючи "короткими" грошима довгострокові проекти, банки наражаються на ризик ліквідності, а спонукання клієнтів зниженням ставок за поточними рахунками до переводу коштів на строкові депозити взагалі може призвести до відтоку коштів з банків. Тому зниження ставки залучення коштів Національним банком України слід проводити обережно, з одночасною побудовою механізмів протидії зазначеним ризикам і розширенням коридору ставок за інструментами монетарної політики відносно облікової ставки.

Низький показник кореляції між обліковою ставкою і рівнем інфляції свідчить про необхідність подальшого дослідження питання, якої процентної політики повинен дотримуватись НБУ у сучасних умовах: політики "дорогих" грошей для стримування інфляції, "поміркованої" політики чи політики "дешевих" грошей для рефінансування проектів розвитку економіки, особливо довгострокових.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Лобозинська С. М.* Особливості реалізації процентної політики Національним банком України. Вісн. нац. ун-ту "Львівська політехніка". 2013. № 769. С. 380–386. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM_2013_769_56.
2. *Бабич С. В.* Інструментарій регулювання грошово-кредитного ринку України. Вісн. Харків. нац. ун-ту імені В. Н. Каразіна. 2015. № 89. URL : <http://periodicals.karazin.ua/economy/article/download/.../4933>.
3. *Кухарук Н. С., Чмерук Г. Г.* Сутність та призначення процентної політики банку. 2014. URL : http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Fkd/2011_1/part2/29.pdf.

4. Sirkka Hämäläinen. The role of monetary policy and the central banks in global financial stability. URL : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html>.
5. Grégory Claeys, Maria Demertzis. How should the European Central Bank 'normalise' its monetary policy? URL : http://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31_2017.pdf.
6. Monetary Policy and Central Banking. IMF. 2017. November 3. URL : <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/20/Monetary-Policy-and-Central-Banking>.
7. Monetary Policy. ECB. URL : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
8. Закон України "Про Національний банк України". URL : <https://www.zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14/page>.
9. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 р. та середньострокову перспективу. НБУ. URL : <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id>.
10. Статистичні дані Національного банку України. URL : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674.
11. Народний банк Польщі. Монетарна та фінансова статистика. URL : <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/monetary-and-financial-statistics.html>.

Стаття надійшла до редакції 07.02.2018.

Savluk S. Interest rate policy of the Central bank.

Background. The key points of the interest rate policy of the Central bank in case of Ukraine and Poland are discussed. Coherence of discount rate, refinance rate of Central bank to macroeconomic indicators of Ukraine and Poland is analyzed. The main types of the Central bank's interest rate policy and its cognitive correlation between the commercial banks' interest rate policy are identified.

Analysis of recent research and publications. A number of domestic works are devoted to the study of interest policy problem of both central and commercial banks: S.M. Lobozinskaya, S.V. Babich, N.S. Kukharuk, G.G. Chmeruk and foreign ones: Sirkka Hämäläinen, Grégory Claeys and Maria Demertzis, as well as official publications by the International Monetary Fund and the European Central Bank. However, not all aspects of interest policy in them are highlighted enough.

The **purpose of the article** is to determine the main rules for the formation of interest policy and to provide recommendations on the construction of an optimal interest rate policy of the central bank, depending on the situation in economy, banking system and the main objectives of the central bank's activities in a long run.

Materials and methods. The publication is based on the legislation of Ukraine, normative documents of the National Bank of Ukraine, foreign publications, in particular materials of the National Bank of Poland. The used statistical materials are posted on the website of the National Bank of Ukraine, the State Statistics Service of Ukraine, and other open sources. Methods of the correlation – regression analysis, historical, logical approaches, methods of comparisons and graphical analysis are used in this work.

Results. In different official documents the definition of the essence of the interest policy of the National Bank of Ukraine differs considerably, and the definition given in the Basic Principles can be interpreted in general terms ambiguously. Therefore, there is an expedient to study this issue more deeply, based on the statistical data on the interest policies of central banks of different countries, in particular, Ukraine and Poland.

From the analysis of inflation, FX rate, interest rate trends it is possible to draw a number of conclusions. Firstly, the interest rate policy of the NBU varied over the different periods from the policy of "cheap" to the policy of "expensive" money and was not closely related to indicators of inflation and devaluation. Secondly, inflation was closely linked to the rate of devaluation and only for exchange rate stability provided a moderate inflation rate.

According to the changes in the dynamics of interest rates, it is possible to distinguish three main forms of interest rate policy of the National Bank of Ukraine in the period under consideration. "Moderate" when the refinancing rate was approximately midway between the rates of interest and the rates for hryvnia resources. This is January 2005 – October 2009 and 2011. The policy of "cheap" money when the refinancing rate was at or below the rates of hryvnia deposits of banks. This is November 2009 – September 2010, 2012–2013 (except for individual periods). The policy of "expensive" money, when the refinancing rate was prevailing the rates of banking loans or was at about the same level. Conducted in the "acute phase" from September 2014 to April 2016.

Conclusion. *The conducted analysis showed a weak correlation interface between the trends of discount rate and basic macroeconomic indicators. It testifies the necessity of flexible correction of percent politics both by central and commercial banks in accordance with economic terms and purposes of activity.*

The decline of rate on certificates of deposit of NBU would diminish it's percent expenses and simultaneously stimulate commercial banks lending to the economy and reducing rates on the current accounts of clients, inducing them to place money in more profitable time deposits.

Keywords: discount rate, rate of refinance, course of exchange, consumer price index, interest rate policy, structure of interest rate.

REFERENCES

1. *Lobozyns'ka S. M.* Osoblyvosti realizacii' procentnoi' polityky Nacional'nym bankom Ukrainy. *Visn. nac. un-tu "L'vivs'ka politehnika"*. 2013. № 769. S. 380–386. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM_2013_769_56.
2. *Babych S. V.* Instrumentarij reguljuvannja groshovo-kredytnogo rynku Ukrainy. *Visn. Harkiv. nac. un-tu imeni V. N. Karazina*. 2015. № 89. URL : <http://periodicals.karazin.ua/economy/article/download/.../4933>.
3. *Kuharuk N. S., Chmeruk G. G.* Sutnist' ta pryznachennja procentnoi' polityky banku. 2014. URL : http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Fkd/2011_1/part2/29.pdf.
4. *Sirkka Hämäläinen.* The role of monetary policy and the central banks in global financial stability. URL : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html>.
5. *Grégory Claeys, Maria Demertzis.* How should the European Central Bank 'normalise' its monetary policy? URL : http://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-31_2017.pdf.
6. *Monetary Policy and Central Banking.* IMF. 2017. November 3. URL : <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/20/Monetary-Policy-and-Central-Banking>.
7. *Monetary Policy.* ECB. URL : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
8. *Zakon Ukrainy "Pro Nacional'nyj bank Ukrainy"*. URL : <https://www.zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14/page>.
9. *Osnovni zasady groshovo-kredytnoi' polityky na 2017 r. ta seredn'ostrokovu perspektyvu.* NBU. URL : <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id>.
10. *Statystychni dani Nacional'nogo banku Ukrainy.* URL : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674.
11. *Narodnyj bank Pol'shhi.* Monetarna ta finansova statystyka. URL : <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/monetary-and-financial-statistics.html>.