

O. Gerashchenko

FINANCIAL ESTIMATION AND MANAGEMENT OF INTERNALLY CREATED INTANGIBLE ASSETS

The paper examines the discussion questions in the corporate financial management of postindustrial period of economy when a key value for consumers is created by intangible assets of the special class like brand, trust, knowledge, emotions, qualification and efficiency of personnel, intellectual capital and others like that. Classic financial management is not concentrated on the mechanisms of management of these intangible assets of the special class, perceiving a mainly key purpose as an accent on profitability but not creation of value. Moreover, the existent standards of the financial statements don't define this class of intangibles as assets because of the high criteria of accordance to this status. The base of any management is measuring mechanism and estimation. The paper offers these algorithms and subsequent directions of research efforts.

Keywords: assets, net income, value, intangible assets, EVA, Balanced Scorecard, methods of estimation of value, algorithm of value estimation of intangible assets.

Матеріал надійшов 24.02.2012

УДК 336.7

Глуценко С. В., Пласконіс Н. В.

ПРОЦЕНТНА ПОЛІТИКА В СИСТЕМІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

У статті узагальнено особливості грошово-кредитного регулювання в Україні і запропоновано шляхи підвищення ролі та дієвості процентного каналу для активізації кредитного фінансування української економіки.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, процентна політика, валютна політика, центральний банк, комерційні банки.

Актуальність і дослідженість питання. Сучасний етап розвитку економіки України висуває нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у необхідності зміщення акцентів з експортної орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку, розширення обсягів його фінансування. Грошово-кредитна політика Національного банку України як складова частина економічної політики країни має забезпечити відповідне фінансово-кредитне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку. А однією з передумов успішності та ефективності грошово-кредитного регулювання є підвищення дієвості механізму процентної політики і її впливу на економічні зміни.

Вивченню теоретичних і практичних питань процентної політики та трансмісійного механізму присвячені праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених. Серед них праці зарубіжних науковців: Г. Габбарда, Дж. Кейнса, Ф. С. Мішкіна, Д. Тейлора, Дж. Тобіна, І. Фішера, М. Фрідмена, Г. Хоггарта, Б. М. Конурбаєва, О. І. Корчагіна, а також таких українських дослідників, як-от О. В. Дзюблюк, В. І. Міщенко, М. І. Савлук, Р. С. Лисенко, О. М. Булавка, Н. І. Гребеник, В. С. Стельмах тощо. Однак окремі теоретичні, методичні та практичні аспекти дії процентної політики залишаються недостатньо розробленими. Зокрема малодослідженими у практичному плані є питання причинно-наслідкових зв'язків між грошово-кредитною політикою Національ-

ного банку України та ситуацією на фінансовому ринку країни. Також чітко не визначено етапи й умови переходу імпульсу з банківської системи в реальний сектор і за допомогою яких інструментів процентної політики це відбувається.

Тому виявлення особливостей застосування та аналіз дієвості процентної політики як елемента трансмісійного механізму і складової механізму впливу на економічний розвиток України є *актуальним*. Мета написання цієї статті – узагальнення особливостей грошово-кредитного регулювання в Україні і виділення шляхів підвищення ролі та дієвості процентного каналу для активізації кредитного фінансування української економіки.

Основна частина. При реалізації цілей грошово-кредитної політики використовують інструменти (канали), до яких належать: управління обсягами обов'язкових резервів комерційних банків (резервна політика); регулювання облікової ставки (процентна політика); валютні інтервенції на ринку (валютна політика); рефінансування комерційних банків; операції на відкритому ринку з купівлі-продажу державних цінних паперів [1, с. 424–465; 2, с. 135–208].

Канал процентної ставки відображає вплив грошово-кредитної політики на динаміку процентних ставок і через них на сукупний попит і виробництво. Зміни процентних ставок позначаються на вартості запозичення коштів на фінансовому ринку, що, як уже зазначено, впливає на зміни інвестиційної активності та сукупного попиту. Крім того, самі заяви про наміри грошової влади щодо зміни процентної ставки безпосередньо впливають на очікування суб'єктів господарювання щодо майбутнього розвитку економіки, цін активів і обмінного курсу національної валюти. Ці зміни, своєю чергою, позначаються на динаміці заощаджень, витрат та інвестицій. Таким чином, зміна процентних ставок впливає на динаміку попиту на товари і послуги.

Канал вартості активів тісно пов'язаний із процентним каналом, оскільки визначає вплив грошово-кредитної політики через зміни процентних ставок на цінність довгострокових фінансових активів, у яких розміщені заощадження, – акцій, облігацій, іпотечних цінних паперів. За інших рівних умов збільшення процентних ставок веде до зниження вартості активів і скорочення споживання. І навпаки, зменшення процентних ставок знижує ціну поточного споживання, унаслідок чого споживчий попит може збільшитися за рахунок приватних заощаджень. Водночас ефективна дія цього каналу можлива лише за умов належного рівня розвитку фінансового ринку та наявності в розпорядженні його суб'єктів широкого набору відповідних фондів інструментів.

Балансовий канал визначає вплив інструментів грошово-кредитної політики на вартість активів і пасивів підприємств. Цей канал реалізує вплив грошово-кредитної політики через зміну процентних ставок на власний капітал суб'єктів ринку. Підвищення процентних ставок знижує вартість фінансових активів, а відтак і вартість власного капіталу, що перебуває у розпорядженні підприємств. Дія передавального механізму в цьому разі пов'язана з труднощами залучення зовнішнього фінансування, що, своєю чергою, призводить до зниження обсягів споживання та інвестицій.

Канал обмінного курсу відображає вплив грошово-кредитної політики на сукупний попит і виробництво через зміну обмінного курсу національної валюти. Чим вищий обмінний курс, то менші обсяги чистого експорту, а відтак і обсяги виробництва. Водночас здешевлення імпортованих надходжень визначає обмежувальний вплив на динаміку внутрішніх цін та інфляції, і, навпаки, зниження обмінного курсу національної валюти визначає зворотні тенденції. Тобто стимулюється збільшення обсягів чистого експорту і виробниче зростання, проте одночасне подорожчання імпорту негативно позначається на цінній динаміці [1, с. 424–465; 2, с. 135–208].

Співвідношення між застосуванням цих каналів (інструментів) визначається певним етапом економічного розвитку та конкретними цілями грошово-кредитної політики на такому етапі в країні.

В Україні на сучасному етапі розвитку:

- основним каналом передачі імпульсів і контролю за грошовою масою є канал обмінного курсу;
- процентний канал не відіграє такої ролі, як у розвинених економіках;
- канал ціни активів слабо розвинений через нерозвиненість фондового та міжбанківського ринків;
- через кредитний канал відбувається пряме рефінансування Національним банком України комерційних банків.

Отже, вітчизняний передавальний механізм грошово-кредитного регулювання дещо відрізняється від класичних варіантів (рис. 1).

Відмінною від класичних ринкових і притаманною Україні особливістю цього механізму є переважне використання в межах грошово-кредитного впливу заходів валютної політики або прямого кредитування НБУ комерційних банків, натомість заходи процентної політики (процентний канал) та операції з державними цінними паперами на відкритому залишаються незадіяними при впливі на грошово-кредитну сферу і на економіку країни в цілому.

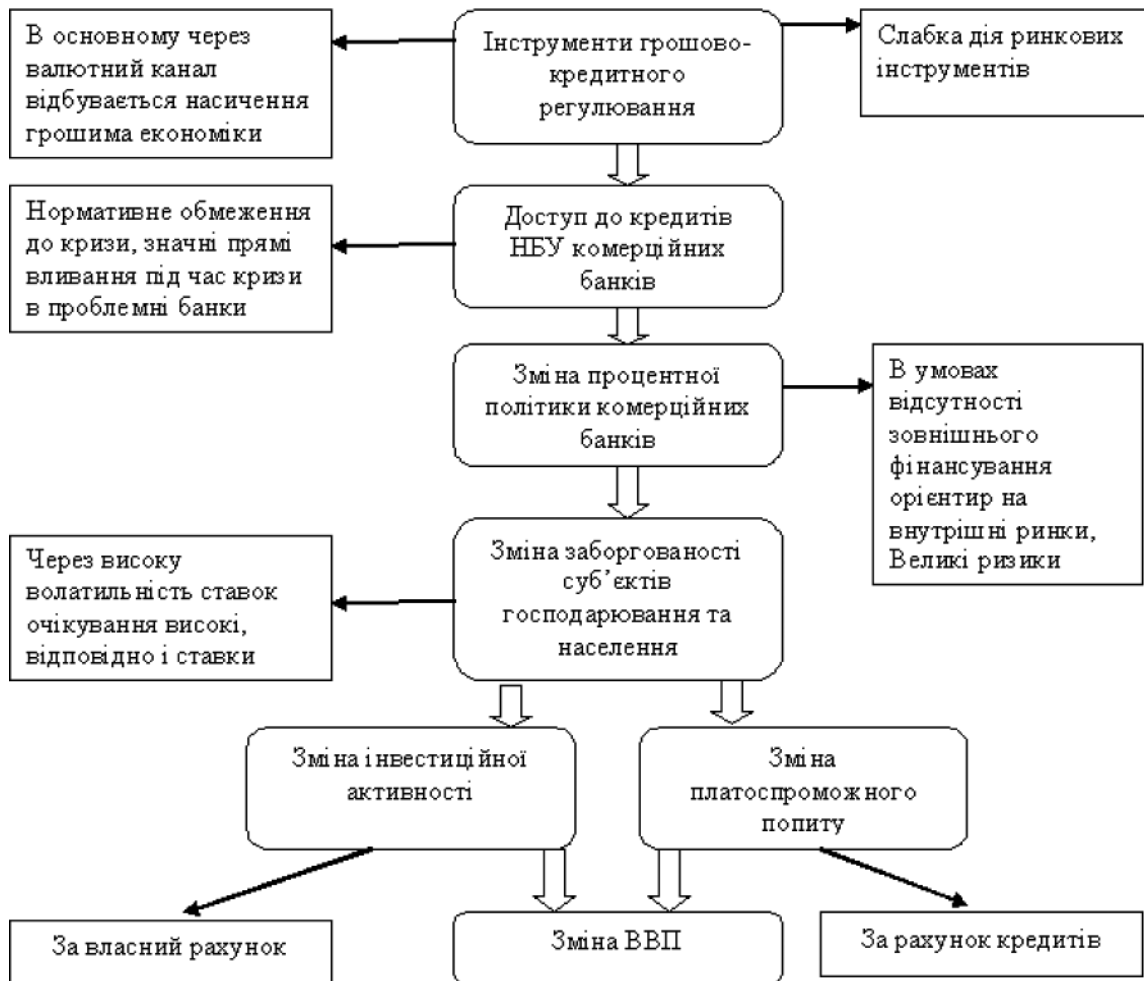


Рис. 1. Алгоритм монетарного передавального механізму в Україні
Джерело: складено авторами

Таблиця 1. Заходи процентної політики ЦБ у зарубіжних країнах

Країна	Основні заходи політики	Об'єкт впливу
Англія	Відсоткова ставка за операціями репо	Рівень ліквідності банківської системи
США	Операції на відкритому ринку через угоди репо, кредити овернайт	Ліквідність системи, вартість кредитних ресурсів,
ЄС	Операції на відкритому ринку, резервні вимоги, коридор ставок	Ліквідність системи, вартість ресурсів на міжбанківському ринку
Чехія, Польща	Операції на відкритому ринку, кредити овернайт	Контроль зростання грошової маси, вартість кредитних ресурсів

Джерело: складено авторами.

Криза 2008–2010 рр. чітко відобразила і підтвердила вказані дисбаланси у структурі механізму грошово-кредитного впливу на економіку. Через слабку ефективність ринкових процентних інструментів у системі виникла криза ліквідності, яку НБУ долав шляхом валютних інтервенцій.

Унаслідок відбулася девальвація української гривні, і НБУ був вимушений давати прямі кредити рефінансування низці банків із метою збереження стабільності банківської системи.

З іншого боку, досвід розвинених економік підтверджує застосування центральними банками розвинених країн більшою мірою процентної політики, ніж валютного каналу та прямого кредитування.

Також можна говорити про більш позитивний вплив процентної політики на ВВП порівняно з іншими каналами впливу оскільки:

- висока ліквідність банківської системи стимулює зменшення кредитного відсотку і збільшення кредитування. Для економіки це вигідно в першу чергу з погляду можливих джерел для інвестування – дешевий внутрішній кредитний ресурс загалом не несе тих загроз, що їх мають запозичення закордоном;
- обґрунтована грошово-кредитна політика має в арсеналі необхідні інструменти для того, щоб послаблювати вплив можливих рецесій, а також у разі необхідності додатково стимулювати економічне зростання;

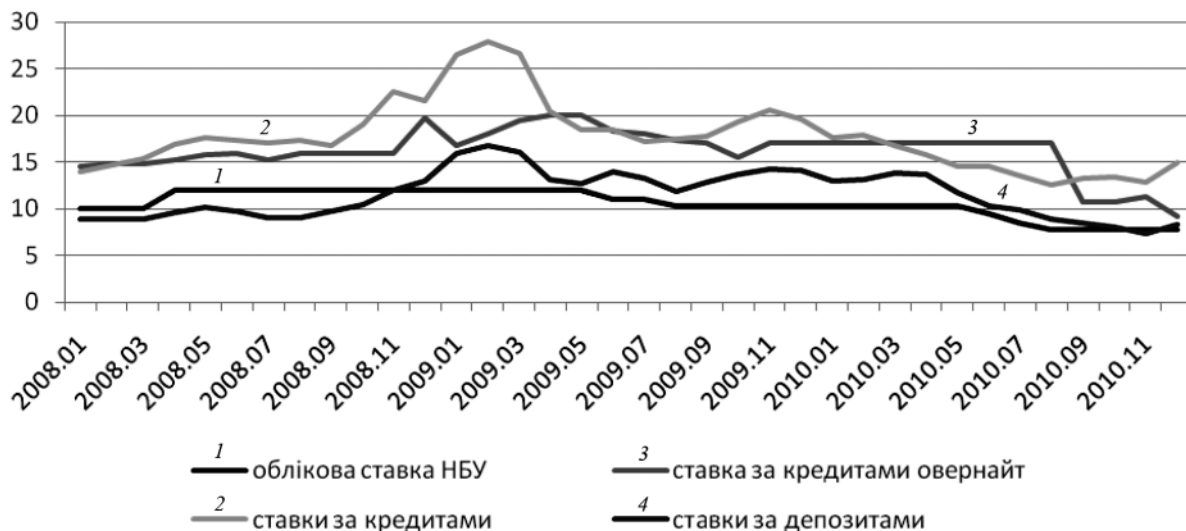


Рис. 2. Основні процентні ставки банківської системи України за 2008–2010 рр., %
Джерело: складено авторами на основі Бюлетеня НБУ.

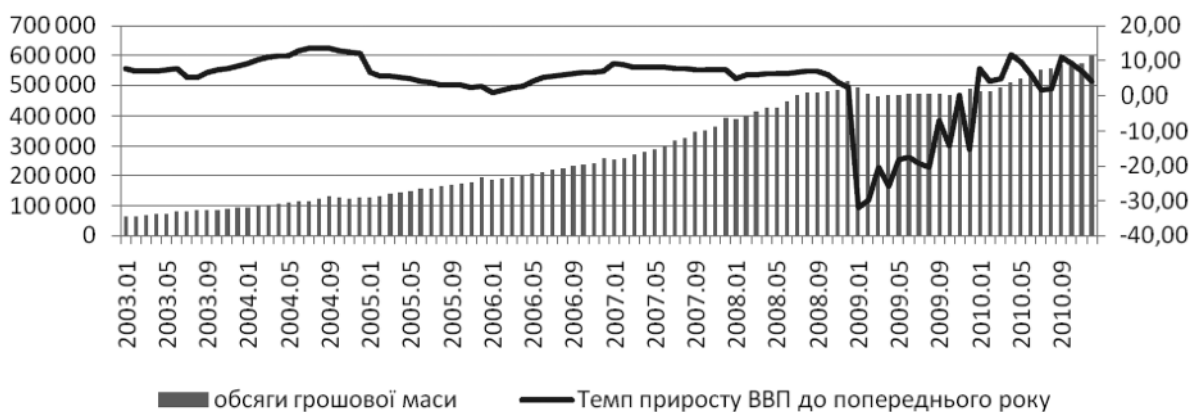


Рис. 3. Темпи приросту ВВП до попереднього року, %, та обсяги грошової маси, млн грн за 2003–2010 рр.
Джерело: складено авторами на основі Бюлетеня НБУ.

– переключення орієнтирів на процентний канал дає змогу НБУ діяти відкрито на ринку, що загалом підвищує рівень його впливу на економічну ситуацію, підвищує рівень довіри до системи державного регулювання в цілому, а відповідно означає додаткові зовнішні інвестиції в країну.

Зважаючи на те, що НБУ має досвід регулюючих впливів на грошово-кредитну сферу і економіку країни в цілому як у звичайному економічному стані, так і кризовому, а також з урахуванням того, що в Україні активно функціонує кредитний ринок, є сенс використовувати в механізмі грошово-кредитного регулювання не тільки валютний канал, а й посилити вплив і дієвість процентної політики.

Підтвердженням дієвості в Україні процентного каналу є те, що післякризова помірна експансія у проведенні грошово-кредитної політики через лібералізацію умов кредитування центральним банком комерційних банків розширила грошову пропозицію на ринку, знижуючи тим

самим ціну на кредитні ресурси (процентні ставки), що через зниження вартості капіталу стимулює інвестиційні процеси, а отже, і зростання сукупного ВВП (рисунки 2 і 3).

На рис. 3 зображено темпи приросту ВВП та обсяги грошової маси в Україні. Наочно можна побачити, що протягом кризи грошова маса не зростала, а в 2009 р. НБУ навіть зумів її зменшити з метою недопущення розвитку інфляційних процесів. Проте так само можна побачити ефект від власне насичення ліквідністю системи. Поза сумнівом, можливість хоча б перекредитуватися допомогла підприємствам вистояти в кризі. Це відповідає монетаристській теорії, коли розширення грошової пропозиції має стимулювати економічне зростання.

Разом з тим, незважаючи на активізацію кредитування реального сектора економіки, основна частина інвестицій нині здійснюється за рахунок власних коштів або коштів, запозичених на зовнішніх ринках. Тому нестійка взаємодія елементів системи, що утворюють передавальний

механізм грошово-кредитної політики, не сприяє його ефективному функціонуванню.

Обмеження, що накладають відбиток на дію процентної політики в межах грошово-кредитного регулювання в Україні, зумовлені:

- незначним у масштабах усієї економіки рефінансуванням комерційних банків (за винятком 2009–2010 рр., коли активно тривав процес рекапіталізації проблемних банків), оскільки головним джерелом зростання грошової маси за останній період було збільшення чистих іноземних активів центрального банку у вигляді приросту офіційних золото-валютних резервів;
- недостатнім рівнем розвитку внутрішнього фінансового ринку і банківської системи, а також високими ризиками, що зумовлюють незначний вплив банківського кредитування підприємств реального сектора на масштаби інвестиційної діяльності;
- нераціональною строковою структурою кредитування підприємств реального сектора, що зумовлено короткостроковим характером ресурсної бази банківських установ;
- недостатньою ефективністю функціонування механізму фінансового посередництва банківської системи, з одного боку, через формування інвестиційних вкладень підприємств і споживчих витрат населення переважно за рахунок власних коштів, що стримує розвиток попиту на позичковий капітал, а з іншого, через недостатню строковість вкладів у банки, що обмежує можливості трансформації залучених коштів у довгострокові кредити (див. рис. 3);
- недостатнім рівнем довіри до банківської системи з боку суб'єктів ринку, що зумовлено низькою ефективністю заходів із запобігання банкрутства банків і системи гарантування банківських вкладів [3, с. 22–26; 4, с. 79–84].

Як бачимо на рис. 4, кредитування економіки збільшувалось, коли обсяг залучених депозитів мав тенденцію до сповільнення. Як наслідок, утворилася криза ліквідності. З погляду процентної політики така ситуація автоматично означає високі ставки як за кредитами, так і за депозитами, оскільки банківській системі хронічно не вистачає коштів і банки готові залучати у населення кошти під високі відсотки. Звідси відповідно виникає проблема недовкредитування економіки і, як наслідок, згортання виробництва.

Своєю чергою, особливості механізму застосування процентного інструментарію в межах грошово-кредитного регулювання не дають змоги забезпечити ефективність процентного каналу в Україні за аналогією країн Євросоюзу через:

- недотримання на практиці реалізації процентної політики правила «процентного коридору», в межах якого має утримуватися ринкова ставка-орієнтир (ставка за кредитами овернайт на міжбанківському ринку);
- викривлення ролі облікової ставки НБУ як орієнтира вартості грошових коштів через недотримання її на ефективному рівні;
- відсутність стандартизованої основної (за обсягами) регулярної операції на відкритому ринку (із 7- або 14-денною строковістю), а відповідно й ключової ставки-орієнтира для грошово-кредитного ринку;
- відсутність на практиці такого обов'язкового інструмента, як депозити овернайт, та наявність кредитів овернайт, що унеможливило чітке формування меж «процентного коридора»;
- значну волатильність і нестандартизованість офіційних ставок;
- застосування кількісного підходу до регулювання ліквідності банківської системи, завдяки якому здійснюється контроль за кількісними параметрами грошової пропозиції без взаємозв'язку із вартістю грошей (короткострокова ставка овернайт на міжбанківському ринку не є ставкою-орієнтиром для грошово-кредитної політики) [3, с. 22–26; 4, с. 79–84].

Пропозиції. Для того, щоб покращити ефективність процентного каналу механізму грошово-кредитного регулювання в Україні, на нашу думку, слід удосконалити низку його елементів (рис. 5).

1. Необхідно посилити роль НБУ і підвищити дієвість та ефективність управління центральним банком короткостроковими відсотковими ставками на міжбанківському ринку.

Сьогодні в Україні вплив НБУ на ціну ресурсів комерційних банків досить незначний. Натомість центральні регулювальні органи в розвинутих країнах використовують коридор офіційних відсоткових ставок із центральною (базовою) ставкою, наближено до якої центральний банк намагається тримати короткострокові ринкові ставки, здійснюючи більшість своїх операцій (переважно операції репо) за цією ставкою.

Необхідним елементом ефективного функціонування такої системи є дефіцит ліквідності на грошовому ринку, який робить центральний банк ключовим гравцем на ньому та дає змогу диктувати ринку свою ставку. Здебільшого це досягається збільшенням грошової бази переважно через розширення внутрішніх активів, зокрема рефінансування банків, причому з коротким терміном. У разі збільшення грошової бази через приріст зовнішніх активів (як за системи фіксованого валютного курсу) країна має досить



Рис. 4. Обсяги наданих кредитів та залучених депозитів за 2006–2010 рр.
Джерело: складено автором на основі Бюлетеня НБУ.



Рис. 5. Шляхи посилення дієвості процентного каналу механізму грошово-кредитного регулювання в Україні
Джерело: складено авторами.

обмежені можливості впливу на відсоткові ставки на національному грошовому ринку. Взагалі, досвід інших країн демонструє, що надлишкова ліквідність здебільшого негативно впливає на трансмісійний механізм грошово-кредитної політики.

2. Слід сформувати цільний канал між міжбанківським ринком і політикою комерційних банків.

На взаємозв'язок між діями НБУ, ставками на міжбанківському ринку та кредитними ставками комерційних банків впливають такі чинники (умови):

- стабільна кореляція між довгостроковими і короткостроковими ставками, оскільки існує проблема можливої невідповідності коротко- та довгострокових ставок на міжбанківському ринку, пов'язана з очікуваннями

економічних суб'єктів. Пом'якшити вплив очікувань можна через створення максимально відкритої та прозорої системи інформування ринку щодо політики центрального банку.

- наявність відчутного зв'язку між ставками за депозитами та міжбанківськими ставками. Це пояснюється тим, що ресурси з міжбанківського ринку та депозити можуть розглядатись як альтернативні джерела формування ресурсів банку, і тому їхня ціна в ринкових умовах має бути приблизно однаковою. Для цього НБУ доцільно створити умови в країні, за яких банки матимуть альтернативний доступ до грошових ресурсів не тільки у формі депозитів, і на міжбанківському ринку, від центрального банку (регулярне рефінансування в обсягах, достатніх для задо-

волення попиту банків на ресурси), на зовнішніх ринках.

Якщо такої диверсифікації та розподілу в країні немає, і після зміни офіційної ставки змінюються тільки ставки на міжбанківському ринку, а ставки за депозитами клієнтів, що залучають банки, не змінюються, вплив зміни офіційної ставки на зміну загальної вартості ресурсів банківської системи буде меншим (що меншою є частка коштів міжбанківського ринку в структурі ресурсів банківської системи, то більшою є частка депозитів клієнтів). Це призведе до неповної «передачі» зміни офіційної ставки на кредитні ставки і викривлення дії процентного каналу.

– *Застосування практики кредитування із плаваючою відсотковою ставкою, яка автоматично змінюється залежно від облікової чи іншої офіційної ставки.* Цей захід може суттєво прискорити передачу імпульсу зміни офіційних відсоткових ставок банківській системі.

– *Незмінність маржі між кредитними та депозитними ставками банків* [5].

Удосконалення та зміна акцентів у механізмах грошово-кредитного регулювання НБУ дадуть змогу підвищити дієвість процентного каналу і сприятимуть активізації кредитного фінансування української економіки та, як наслідок, стабільному розвитку економіки України.

Список літератури

1. Мороз М. М. Національний банк і грошово-кредитна політика : підручник / М. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна. – К. : КНЕУ, 1999. – 368 с.
2. Стельмах В. С. Грошово-кредитна політика в Україні / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребенік, В. І. Міщенко ; за ред. В. І. Міщенка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Т-во «Знання», КОО, 2003. – 421 с.
3. Міщенко С. Проблеми реалізації монетарної політики в умовах структурних дисбалансів (на прикладі Ісландії) / С. Міщенко // Вісник НБУ. – 2009. – № 3. – С. 22–26.
4. Глушенко С. В. Особливості функціонування кредитного ринку України під впливом світової фінансової кризи : Матер. міжвід. наук. конф. / С. В. Глушенко. – К. : Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009. – С. 79–84.
5. Про стимулювання кредитування економіки України: Постанова Правління НБУ від 03.12.2009 № 650 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0650500-09>. – Назва з екрана.

S. Glushchenko, N. Plaskonis

INTEREST RATE POLICY AND MONETARY REGULATION IN UKRAINE

The features of the monetary policy in Ukraine and the ways to increase the role and effectiveness of the interest rate policy to debt financing of the Ukrainian economy are summarized in the article

Keywords: monetary policy, interest rate policy, currency policy, central bank, commercial banks.

Матеріал надійшов 04.04.2012