

Музика Ірина Станіславівна – кандидат економічних наук, молодший науковий співробітник відділу регіональної фінансової політики Інституту регіональних досліджень НАН України, м. Львів.

УДК 336.78(477)+339.7

І. І. Бардин

ВПЛИВ ВАРТОСТІ КРЕДИТНИХ РЕСУРСІВ НА ЗОВНІШНІХ РИНКАХ НА ФОРМУВАННЯ ПРОЦЕНТНОЇ СТАВКИ В УКРАЇНІ

Досліджено трансмісійний механізм залежності процентної ставки за кредитами в Україні від вартості кредитних ресурсів на зовнішніх ринках. Відповідні функціональні залежності оцінено емпірично за допомогою моделі векторної авторегресії з коригуванням помилки (VAR/VEC). Виявлено, що процентна ставка в Україні є пропорційною до змін ставки LIBOR, але із значним часовим лагом.

Ключові слова: *Україна, процентна ставка, ставка LIBOR, трансмісійний механізм, модель VAR/VEC*

Постановка завдання. Незалежно від стану економіки, в Україні спостерігається підвищена вартість кредитних ресурсів відносно значень світової процентної ставки (рис. 1). При візуальній оцінці досліджуваних показників виникає враження щодо їх асиметричної динаміки. У докризових 2004–2007 рр. поступове зниження процентної ставки за кредитами в Україні спостерігалось на тлі підвищення ставки LIBOR (англ. London Interbank Offered Rate)¹, тоді як із початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) подорожчання вітчизняних кредитних ресурсів поєднувалося з виразною тенденцією до зниження їх вартості на світовому фінансовому ринку. Зауважена асиметрія заперечує інтуїтивно зрозуміле припущення щодо прямого зв'язку між процентними ставками внутрішнього і зовнішнього фінансових ринків та вимагає емпіричної оцінки відповідної функціональної залежності.

¹ Найбільш використовуваною на міжбанківському грошовому ринку є ставка LIBOR (London Interbank Offered Rate), на основі якої учасники ринку можуть здійснювати позики один в одного. LIBOR найчастіше виступає базовою процентною ставкою, що визначає плаваючу ставку на кредити за євровалютами.

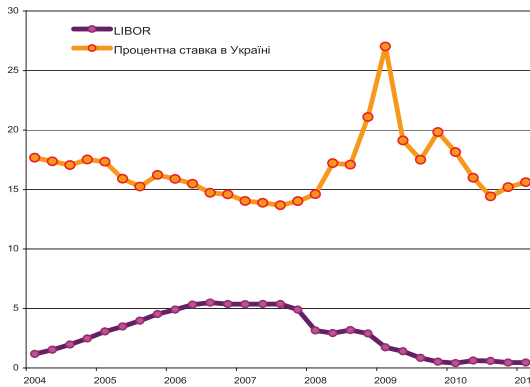


Рис. 1. Процентні ставки в Україні та за кордоном (%), 2004–2011 рр.

Джерело: МВФ International Financial Statistics

У даному дослідженні поставлено за мету емпірично оцінити характер залежності між вартістю кредитних ресурсів в Україні та ставкою LIBOR. Для цього використано VAR-модель, яка дозволяє простежити взаємний зв'язок між декількома змінними. Не вдаючись до складніших структурних моделей, які можуть не мати достатньо підстав для використання для даних нестабільного середовища трансформаційної економіки. Головний підсумок дослідження полягає у тому, що вартість кредитних ресурсів в Україні є пропорційною до змін ставки LIBOR, щоправда із значним часовим запізненням. Таким чином причини асиметричної динаміки обох показників у 2005–2009 рр. слід шукати у впливі інших незалежних чинників: а) премія від ризику, оскільки Україна відноситься до країн із доволі високим рівнем ризику [7, с. 6–9; 6, с. 24], б) зміна обсягів ВВП [14, с. 39–45], в) інфляційна інерція, що стримує процентну ставку на високому рівні [6, с. 20–26; 1, с. 188–190], г) контроль потоків капіталу для стримування дестабілізуючого впливу процесів припливу-відпливу капіталу [8, с. 93–94; 10, с. 9; 14, с. 39–45], д) стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу [9, с. 60–61; 13], е) зміна облікової ставки НБУ [10, с. 9–12; 13; 1, с. 188–190], дефіцит бюджету [13] тощо. Вартість кредитних ресурсів на світовому фінансовому ринку може мати опосередкований вплив на формування процентної ставки в Україні. Шевчук В.О. виявив, що з 2003 р. ставка LIBOR є чинником інфляції оптових цін і призводить до спаду промислового виробництва з лагом у чотири місяці, але такої залежності не виявлено для інфляції споживчих цін [12, с. 9–11].

Механізми трансмісії між процентними ставками внутрішнього і зовнішнього фінансових ринків. Для відкритої економіки природно очікувати

арбітражу процентної ставки, оскільки приплив-відплив капіталу вирівнює доходність фінансових активів [15, с. 82–90]. Коефіцієнт пропорційності між обома процентними ставками – r і r^* , які характеризують вартість кредитних ресурсів на внутрішньому і зовнішньому ринках відповідно, залежить від ступеня розвитку фінансового ринку, що має серйозний вплив на умови визначення процентної ставки. У теоретичному контексті найпростішої моделі Манделла – Флемінга відмінностей між процентними ставками r і r^* немає у випадку так званої ідеальної мобільності капіталу, коли немає адміністративних перешкод для руху капіталу, а країни характеризуються подібною невисокою премією від ризику [11, с. 325–345]. На практиці це означає, що динаміка процентної ставки у США, еврозоні чи Японії є симетричною. Подібний результат стверджується також для малих економік, які достатньо щільно інтегровані зі світовим фінансовим ринком. Приміром, для Норвегії, яка не входить до еврозони, отримано, що вартість кредитних ресурсів залежить від процентних ставок у США та Німеччині [4, с. 127–145].

З врахуванням змін обмінного курсу виникають можливості для короткочасних розходжень між r і r^* , але відповідна симетрія дотримується на довгострокову перспективу, що зазвичай підтверджується за допомогою гіпотези про так званий непокритий паритет процентної ставки (англ. uncovered interest parity – UIP). Водночас для країн, що розвиваються, відповідне припущення підтверджується не завжди, переважно з міркувань підвищеного ризику та структурних проблем [5, с. 1019–1037]. Крім цього, емпірично встановлено, що навіть для промислових країн UIP справджується лише у довгостроковій перспективі [3].

Присутність зв'язку між вартістю кредитних ресурсів на внутрішньому і зовнішньому ринках об'єктивно послаблює значення політики облікової ставки центрального банку, який визначає її величину згідно з обраною грошово-кредитною політикою. Водночас зростає вплив зовнішнього чинника, поряд з впливом очікувань реальної процентної ставки та інфляції, а також вартості кредитних ресурсів на міжбанківському грошовому ринку [1, с. 188–190]. Загалом для економіки з невисокою мобільністю капіталу значення процентної ставки залежить як від LIBOR, так і низки інших внутрішніх та зовнішніх чинників [11, с. 652–654]. За умов плаваючого обмінного курсу на процентну ставку впливають зміни у пропозиції грошової маси і сальдо бюджету, а також рівень цін. Для фіксованого обмінного курсу втрачається вплив грошової маси, але водночас вагомими чинниками стають дохід країн-торговельних партнерів і девальвація грошової одиниці.

Для обох систем обмінного курсу – плаваючого і фіксованого – вагомим є чинник ризику, який визначається особливостями окремих країн. На сьогодні премія від ризику для українських банків на ринках зовнішніх запо-

зичень коливається від 2,5 до 6%; відповідно середня вартість запозичень для вітчизняних банків становить від 7 до 10,5% річних у євро [2, с. 33]. Можна припустити, що у 2005–2006 рр. зниження премії від ризику маскувало прямий зв'язок між процентними ставками внутрішнього і зовнішнього ринків кредитних ресурсів, який на поверхні набув ознак асиметрії обох показників (див. *рис. 1*), а в 2008–2009 рр. цю функцію виконувало підвищення премії від ризику. В будь-якому разі для «очищення» зв'язку між r і r^* від впливу інших незалежних (екзогенних) чинників для конкретного випадку української економіки потрібні відповідні емпіричні оцінки.

Статистична модель. Оскільки коінтеграційний тест Джохансена показує присутність довгострокового зв'язку між процентними ставками в Україні та за кордоном, для емпіричного оцінювання використано модель векторної авторегресії з коригуванням помилки (VAR/VEC), що передбачає коригування короткочасної динаміки за допомогою визначених довгострокових залежностей. Перевагою методу VAR є динамічне врахування взаємного зв'язку між обома показниками та можливість визначення ваги окремих компонент у змінах досліджуваних показників. Обрана модель подає характеристику короткочасної динаміки залежної змінної (перші різниці) з врахуванням лагових значень – її власних та інших залежних змінних, відповідних довгострокових (коінтеграційних) зв'язків та незалежних змінних [16, с. 146–147]. Для емпіричного оцінювання використовувалися квартальні дані процентної ставки за 1997–2011 рр. На підставі тесту Акайка обрано VAR/VEC з трьома лагами.

Отримані результати. На *рис. 2* представлено імпульсні функції та декомпозицію залишків для чинників процентної ставки за кредитами в Україні. Оскільки малоймовірно, що параметри вітчизняного фінансового ринку впливають на вартість кредитних ресурсів на світовому ринку, використано причинність $r \Rightarrow LIBOR$.

Виразно помітно, що прямий зв'язок між вартістю кредитних ресурсів на внутрішньому ринку та ставкою *LIBOR* здійснюється із значним часовим лагом. Підвищення значень *LIBOR* на 1 пп призводить до подорожчання кредитів в Україні на 0,7 пп через три квартали, однак в наступні два квартали цей вплив істотно нівелюється, що може створювати ілюзію відсутності зв'язку між обома показниками. Проте, через півтори року після початкового імпульсу з боку *LIBOR* розпочинається відновлення пропорційного зв'язку обох показників, який припиняється приблизно через три роки. На довгострокову перспективу кожен відсоток підвищення ставки *LIBOR* позначається майже пропорційним підвищенням процентної ставки в Україні на 1,1–1,2%. Це дозволяє припустити дотримання паритету процентних ставок для відкритої економіки.

Водночас вага ставки *LIBOR* у декомпозиції залишків R_t не перевищує 20%, що не дозволяє розглядати вартість кредитних ресурсів за кордоном визначальним чинником динаміки процентної ставки в Україні. Приміром, у 2007–2009 рр. зниження *LIBOR* на 4% мало позначитися пропорційним зниженням r_t на приблизно 5%. Насправді ставка в Україні за цей період знизилася до показника початку 2008 р., що найпростіше пояснити кризовим підвищенням премії від ризику або змінами в балансі заощаджень-інвестицій.

Тим не менш, якщо взяти до уваги докризове зниження ставки *LIBOR* у першому кварталі 2008 р. з 4,9 до 3,2% та порівняти зі зміною показника вартості кредитних ресурсів в Україні з відповідним лагом у шість кварталів, то спостерігається зменшення ставки за кредитами з 19,1 до 17,4%. Зміна даних показників відповідає отриманій в ході емпіричного дослідження пропорції 1:1. Зрозуміло, що для ставки *LIBOR* таке зниження являється значним, але для української економіки не становить відчутного результату.

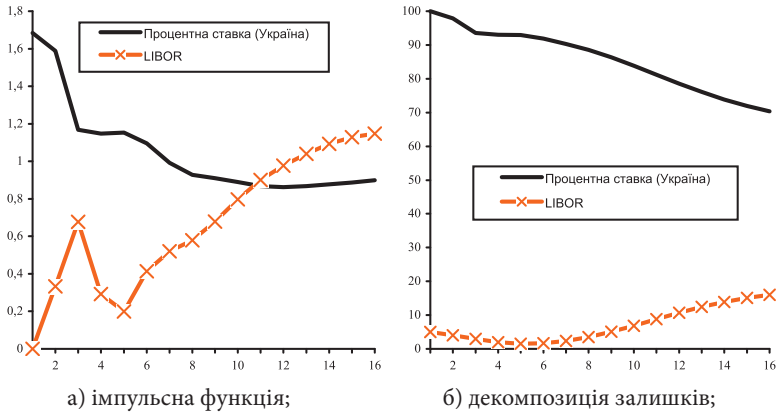


Рис. 2. Чинники процентної ставки за кредитами в Україні (за оцінками VAR/VEC-моделей)

Висновки. Оцінки за допомогою VAR/VEC показують практично пропорційну залежність процентної ставки в Україні від ставки *LIBOR*, яка, що правда, реалізується зі значним часовим лагом. Оскільки процентна ставка в Україні значно перевищує значення *LIBOR*, то очевидно існує залежність від інших внутрішніх та зовнішніх чинників. Різноманітні зміни досліджуваних показників можуть створювати хибне враження незалежності r_t від ставки *LIBOR* або навіть асиметричної поведінки обох показників.

Перспектива майбутніх досліджень вбачається за декількома напрямками: а) залежність процентної ставки від чинників у балансі заощаджень-інвестицій та ефектів монетарної політики; б) вплив очікувань обмінного курсу;

в) вплив премії від ризику, це особливо актуально передусім у післякризовому контексті 2010–2012 рр., який вирізняється акумуляцією значного державного боргу.

Список використаних джерел

1. Носов О. Ю. Розвиток державного регулювання відсоткових ставок грошового ринку України / О. Ю. Носов // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету. – 2007. – Вип. 17.6. – С. 187–192.
2. Журавка Ф. О. Ставка LIBOR як основний індикатор світового валютного ринку / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2 (23). – С. 29–34.
3. Bekaert G., M. Wei, and Y. Xing. Uncovered Interest Parity and the Term Structure // Journal of International Money and Finance – 2007. – Vol. 26. – P. 1038–1069.
4. Bremnes et al Linkages among Interest Rates in the United States, Germany and Norway // Scandinavian Journal of Economics. – 2001. – Vol. 103. – No. 1. – P. 127–145.
5. Arnaud Mehl and Lorenzo Cappiello. Uncovered Interest Parity at Long Horizons: Evidence on Emerging Economies // Review of International Economics. – 2009. – Vol. 17. – No. 5. – P. 1019–1037.
6. Довбняк Т. Ф. Секторальний вплив процентної ставки в Україні / Т. Ф. Довбняк // Вісник Львівської комерційної економіки / [ред. кол.: Башнянин Г. І., Апопій В. В., Вовчак О. Д. та ін.]. – Львів : Видавництво ЛКА, 2011. – Вип. 37. – 194 с. – (Серія економічна).
7. Дроб'язко А. Якою банківська система України виходить із кризи 2008–2009 рр. / А. Дроб'язко // Вісник НБУ. – 2011. – № 2. – С. 4–9.
8. Дідківська Т. В. Особливості суверенітету монетарної політики в умовах глобалізації / Т. В. Дідківська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. – С. 91–101.
9. Шевчук В. О. Етапи формування монетарної політики в Україні: вплив чинників платіжного балансу / В. О. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Посткризовий розвиток фінансових систем України: проблеми та перспективи (збірник наукових праць) / НАН України. ІРД ; редкол. : відп. редактор Є. І. Бойко. – Львів, 2011. – Вип. 2/88. – 656 с. – (С. 58–66).
10. Shevchuk V., Kopych R. Budget Deficit and Real Exchange Rate: the Case of Ukraine, Poland, and the Czech Republic // International Comparisons of Socio-Economic Consequences of Transition Processes in Central-East European Countries. Proceedings of the 9-th Polish-Slovak-Ukrainian Scientific Seminar (Krynica, 6–8 November, 2002). – Krakow : Akademia Economiczna, 2003. – P. 35–49.
11. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія та практика : підручник / В. О. Шевчук – 2-ге вид., перероб. і доповн. – К. : Знання, 2008. – 663 с.
12. Шевчук В. Вплив передбачуваних і непередбачуваних компонент пропозиції грошової маси на динаміку промислового виробництва та інфляції / В. Шевчук // Вісник НБУ. – 2008. – № 6. – С. 8–14.
13. Пацера М. Рівновага платіжного балансу під час реалізації моделі іноваційно-інвестиційного розвитку / М. Пацера // Вісник НБУ. – 2011. – № 8. – С. 34–35.
14. Бардин І. І. Взаємний вплив потоків капіталу та реальної процентної ставки в Україні / І. І. Бардин // Вісник Львівської комерційної економіки. – Львів : Видавництво ЛКА, 2012. – Вип. 38. – С. 39–45. – (Серія економічна).
15. Мізюк Б. М. Зовнішні запозичення: вплив на економічну політику / Б. М. Мізюк, В. О. Шевчук // Фінанси України. – 1998. – С. 82–90. – № 9.
16. Шевчук В. О. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика / В. О. Шевчук. – Львів: Кальварія, 2008. – 734 с.

Бардын И. И.

Влияние стоимости кредитных ресурсов на внешних рынках на формирование процентной ставки в Украине

В статье исследован трансмиссионный механизм зависимости процентной ставки по кредитам в Украине от стоимости кредитных ресурсов на внешних рынках. Соответствующие функциональные зависимости оценено эмпирически при помощи модели векторной авторегрессии с корректировкой ошибки (VAR/VEC). Установлено, что процентная ставка в Украине пропорциональна изменениям ставки LIBOR, но со значительным временным лагом.

Ключевые слова: Украина, процентная ставка, LIBOR, трансмиссионный механизм, VAR/VEC.

Bardyn I.

Foreign interest rate effects on interest rate in Ukraine

Transmission mechanism of foreign interest rate effect for Ukraine's interest rate is studied. This kind of relationship is estimated empirically with VAR/VEC model. A proportional pass-through from LIBOR to domestic interest rate is found, though with a significant time lag.

Key words: Ukraine, interest rate, LIBOR, transmission mechanism, VAR/VEC

Бардин Ирина Ігорівна – здобувач кафедри міжнародних економічних відносин Львівської комерційної академії.

УДК 346.12; 338.242.4.025.88

А. В. Артеменко

**ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНЕ ГОСПОДАРЮВАННЯ:
ЗАГАЛЬНЕ ТА ОСОБЛИВЕ У ПРИВАТИЗАЦІЇ ВЛАСНОСТІ
У ПОСТРАДЯНСЬКИХ КРАЇНАХ**

Проаналізовано загальні закономірності та особливості приватизації в пострадянських країнах у період трансформаційних реформ. Сформульовано пропозиції щодо впровадження позитивного досвіду приватизації в економіці України.

Ключові слова: приватизація, власність, постсоціалістичне господарювання, ринкові реформи, суспільні трансформації.

Постановка проблеми. У зв'язку з незавершеністю приватизації та негативними явищами, що викликані її наслідками в більшості пострадянських

© А. В. Артеменко, 2014