

## ПІДВИЩЕНА ПРОЦЕНТНА СТАВКА ЯК НАСЛІДОК МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ДЕФОРМАЦІЙ УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

*Проаналізовано вплив стабілізації обмінного курсу за допомогою рестрикційної монетарної політики зразка 2011–2013 рр. на вартість кредитних ресурсів в Україні. Наведено аргументи щодо позитивного впливу подолання «подвійного дефіциту» – бюджету і поточного рахунку, що сприятиме нейтралізації двох найважливіших чинників підвищеної процентної ставки: премії від ризику та підвищеного попиту на іноземну валюту.*

*Efforts aimed at support of the exchange rate stability in Ukraine through a restrictive monetary policy are analyzed. Positive consequences of the twin deficit of budget and current account balances as two most important sources of the exchange rate risk and higher demand for foreign currency are highlighted, with a focus on the interest rate effects.*

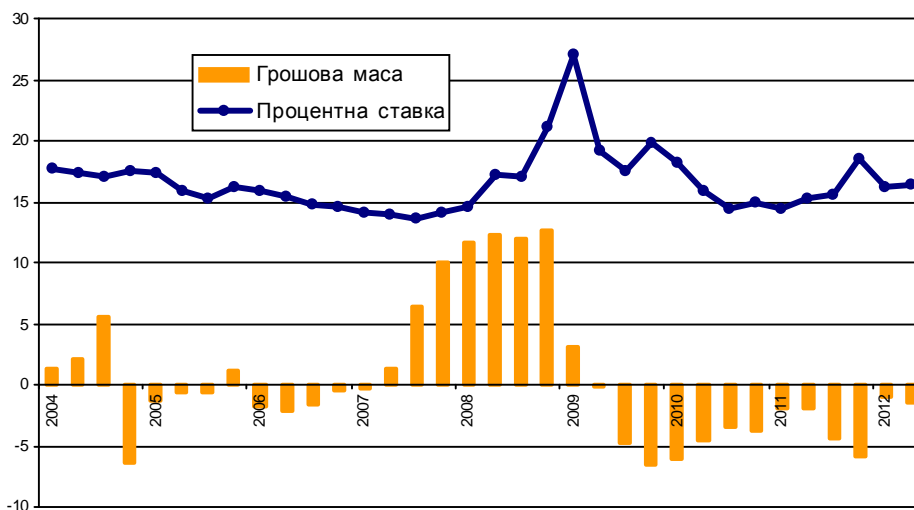
Від середини 2011 р. стрімке зменшення грошової маси в економіці України стало причиною не менш контрастного гальмування інфляції та підвищення процентної ставки (у реальному вимірі). Негативний тиск підсилювався нестабільністю очікувань обмінного курсу, що позначилося значним зменшенням валютних резервів – до 24,5 млрд. дол. США у січні 2013 р. проти 38,4 млрд. дол. у серпні 2011 р. Попри істотне обмеження пропозиції грошової маси та низку адміністративних заходів, включно з «паспортизацією» процесу придбання іноземної валюти та неодноразовими погрозами запровадження 10%-го податку на продаж валюти, тенденцію до зменшення валютних резервів так і не зупинено. Щонайбільше можна твердити про зменшення попиту на іноземну валюту населенням до рівня її пропозиції на готівковому валютному ринку. Подібні макроекономічні деформації очікувано справляють суттєвий вплив на динаміку процентної ставки в Україні.

Проблеми регулювання грошової системи в Україні висвітлені в працях А. Гальчинського, В. Шевчука, О. Дзюблюка, В. Козюка, А. Вдовичина, С. Міщенко, С. Науменкової, О. Носова, Н. Гребеник та ін. У своїх дослідженнях ці автори приділяють увагу оцінюванню оптимального рівня монетизації української економіки, взаємний вплив обмінного курсу та процентних ставок на рівень грошової маси в Україні. Однак невирішеним залишається питання зниження вартості кредитних ресурсів, в тому числі з використанням різних методів.

У нашому дослідженні поставлено за мету проаналізувати альтернативний метод зниження процентної ставки в Україні за допомогою подолання «подвійного дефіциту» – бюджету і поточного рахунку, що виглядає несуперечливим за умов значного зовнішнього боргу та прогресуючого погіршення сальдо експорту-імпорту товарів і послуг. Для цього ми проаналізували актуальні наукові праці з цієї проблематики і змоделювали можливі «сценарії» реакції ринку на впровадження податку на продаж валюти в Україні – оптимістичний і песимістичний. Узагальнений висновок дослідження полягає у тому, що скорочення дефіциту бюджету сприяє негайному поліпшенню сальдо поточного рахунку, а це має знизити процентну ставку внаслідок нейтралізації очікувань зниження обмінного курсу та можливостей для збільшення пропозиції грошової маси. За таких умов виникне можливість переходу до більш гнучкого обмінного курсу, що повинно мінімізувати премію від валютного ризику і таким чином підсилити тенденцію до зниження вартості кредитних ресурсів.

Підвищення процентної ставки в Україні зразка 2011–2012 рр. найпростіше пояснити скороченням темпу зростання грошової маси за умов стрімкого зменшення валютних резервів [15, с. 57–62] (рис. 1). Пропозиція грошової маси залишається нижчою від деякого рівноважного значення від середини 2009 р. (з тенденцією до підсилення рестрикційного імпульсу від середини 2011 р.), що

відповідно до міркувань рівноваги грошового ринку мало позначитися підвищенням вартості кредитних ресурсів. Водночас власний негативний вплив на вітчизняну процентну ставку могло мати збільшення обсягів урядових запозичень на внутрішньому ринку, що створило підвищений попит на кредитні ресурси. Для коротко- та довгострокових ОВДП різниця між фактичним та змодельованим значенням процентних ставок коливається від 0,6 до 2,2 процентних пункти, що може відобразити вплив на ринок гривневих запозичень [3, с. 25–27]. Проте було б поверхнево пояснювати підвищення процентної ставки виключно особливостями монетарної та фіскальної політики. Власний вплив додають міркування обмінного курсу, який формально плаваючий, але на практиці підтримується прикріплення гривні до долара США.



**Рис. 1. Україна: процентна ставка (%) та грошова маса (відхилення у % від рівноважного значення), 2004–2012 рр.**

*Примітка:* рівноважне значення грошової маси отримано за допомогою фільтру Ходрика–Прескотта.  
*Джерело:* НБУ, IFS.

Високі девальваційні очікування та зростаючий попит на іноземну валюту спричинюють підвищення премії від ризику – невід’ємної компоненти формування вартості кредитних ресурсів в економіці з ненадійними макроекономічними «фундаментами». За таких умов валютні заощадження акумулюються «на руках» у населення або виводяться підприємницьким сектором за кордон, що становить несприятливу для валютних резервів «втечу» капіталу [12, с. 26–33]. Вже традиційно чинниками високої процентної ставки в Україні експерти називають: невпевненість щодо досягнутої макроекономічної стабільності [6, с. 59], волатильність очікувань обмінного курсу, дефіцит бюджету і зростання суми державного боргу, очікування підвищення рівня інфляції [3, с. 17–19; 8, с. 12–16], підвищення ставки LIBOR (з часовим лагом) [1, с. 44], брак довгострокових ресурсів, низька якість банківських активів, високі депозитні ставки [4, с. 3–4], недостатній рівень платоспроможності позичальників за умов слабого захисту прав кредиторів і позичальників [6, с. 59]. Такий широкий аналітичний діапазон урізноманітнює теоретичну дискусію, але не полегшує пошук дієвих шляхів зниження процентної ставки.

Практичні підходи до зниження процентної ставки поки що обмежуються спробами відновити монетизацію валютних резервів за допомогою обов’язкового продажу 50% експортної виручки та погроз запровадження податку на продаж валюти. Роком раніше запроваджено ідентифікацію осіб при здійсненні валютних операцій [2, с. 7]. Такі заходи можуть мати щонайбільше короточасний ефект, оскільки не стосуються двох фундаментальних причин підвищеного попиту на іноземну валюту – триваючого погіршення сальдо експорту-імпорту товарів і послуг (або поточного рахунку) та стрімкої акумуляції зовнішнього боргу державного і приватного секторів. Вагомим чинником підвищення довіри до національної економіки, а відповідно зниження вартості державних запозичень та підвищення інвестиційної привабливості можуть стати достатні валютні резерви, які зазвичай

виступають важелем згладжування різких коливань обмінного курсу навіть для країн, що практикують плаваючий курс [16, с. 81–86]. Попри значне зниження валютних резервів у 2011–2012 рр., НБУ в січні 2013 р. відзвітував про їх незначне «збільшення», яке цілком слушно розглядалося як сезонне [10], що підтверджено відновленням тенденції до зменшення валютних резервів у лютому–травні ц. р., а тому не може змінити очікування учасників валютного ринку, збільшити пропозицію іноземної валюти і таким чином знизити процентну ставку (через монетизацію валютних резервів унаслідок сприятливого балансу попиту і пропозиції на валютному ринку).

На перший погляд, запровадження податку на продаж валюти мало на меті збільшення пропозиції іноземної валюти (можна припустити, що в очікуванні такого кроку населення могло позбутися іноземних активів), а також обмеження попиту на імпорт, оскільки значна частина придбаної валюти найімовірніше використовується для придбання імпортних товарів і послуг (рис. 2 а). Потенційно обидва наслідки дозволяють монетизацію валютних резервів і потенційно сприяють зміцненню довіри до національної економіки та зниженню девальваційних очікувань. Монетизація валютних резервів дає змогу збільшити грошову масу і таким чином позбутися першопричини нинішнього підвищення процентної ставки в Україні. З іншого боку, анонс податку на продаж валюти може розглядатися як чинник підсилення девальваційних очікувань, що лише підсилило недовіру до обмінного курсу та підвищило попит на імпортні товари і послуги (рис. 2 б). Відповідно погіршення сальдо поточного рахунку супроводжується подальшим скороченням валютних резервів, а це лише підсилює тенденцію до підвищення процентної ставки з обох причин – браку можливостей монетизації чистої пропозиції іноземної валюти та збільшення премії від ризику.

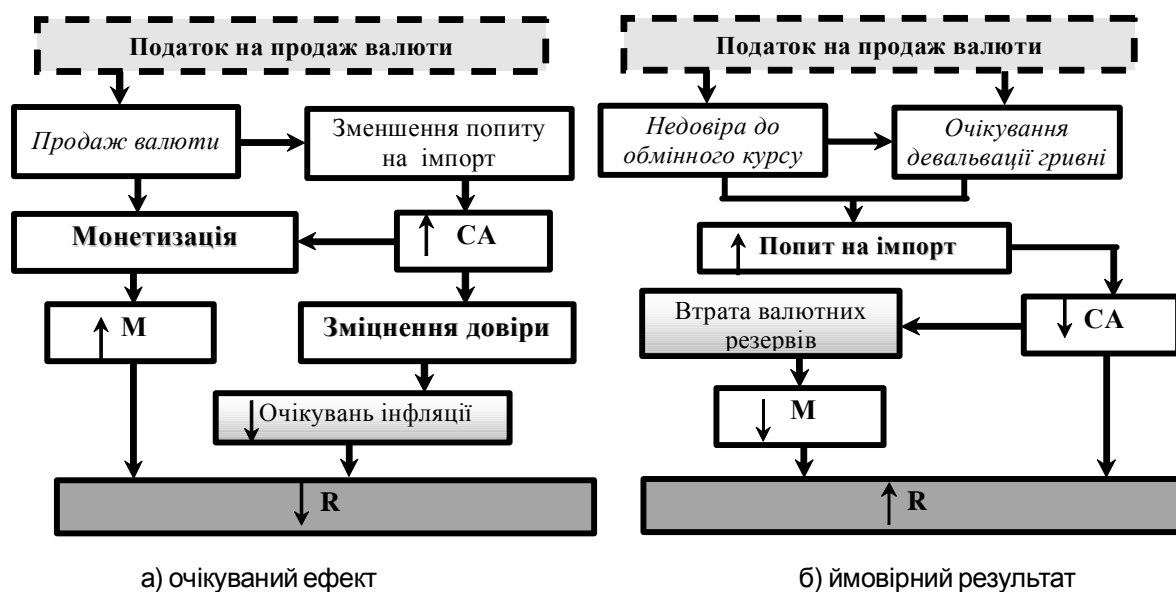


Рис. 2. Механізми впливу податку на продаж валюти

Для зниження процентних ставок доволі часто вітчизняні вчені пропонують здійснити інституційні перетворення і структурні реформи, які сприятимуть зниженню ризиків ведення підприємницької діяльності і для позичальників, і для банків, а відтак сприятимуть розвитку фінансового сектору [8, с. 15–16]. Такі пропозиції мають право на існування, однак видаються надміру аморфними для того, щоб мати негайний макроекономічний вплив. Ще одна позиція полягає у тому, що більш ефективне застосування інструментів грошово-кредитної політики можливе за відмови від проміжних форм валютно-курсової політики [5, с. 27–38], скорочення дефіциту бюджету та поліпшення ділових очікувань підприємств [7, с. 40]. Такий підхід виглядає переконливіше, адже пов'язує величину процентної ставки з якістю фіскальних та монетарних інструментів економічної політики, визначають характер очікувань учасників ринку. Зрештою, обидва підходи – інституційний та макроекономічний – не суперечать один одному, адже, наприклад, проведення назрілих інституційних перетворень лише

полегшує досягнення переконливих показників сальдо бюджету як найважливішої передумови поліпшення очікувань макроекономічної стабільності.

На наш погляд, для результативного зниження процентної ставки необхідні: 1) оперативний перехід до профіциту бюджету, що вирішує обидві проблеми – поліпшення торговельного балансу і зменшення державного боргу; 2) системні заходи щодо стимулювання припливу довгострокового капіталу. В такому контексті додатковий сприятливий вплив повинні мати інституційні перетворення і структурні реформи, покликані знизити ризики підприємницької діяльності для позичальників і банків [8, с. 15–16]. Водночас виглядає ризиковою лібералізація бізнес-середовища за непевних макроекономічних «фундаментів», адже не відбуватиметься сприятливого поліпшення очікувань цінової і грошової стабільності, а це нівелюватиме позитивний ефект від інституційних перетворень як чинника зниження вартості кредитних ресурсів.

Оскільки механічне збільшення пропозиції грошової маси в Україні не сприяє зниженню процентної ставки [15, с. 57–62], головним чиним з міркувань ризику цінової і грошової нестабільності, необхідні заходи щодо зменшення такого ризику, а це лише підсилює аргументи на користь подолання «подвійного дефіциту» – бюджету і поточного рахунку. Така пропозиція має належне теоретичне підґрунтя [16, с. 153-158] і підтверджується емпірично для країн, що розвиваються [14, с. 260-270]. Основні системні взаємозв'язки проілюстровано на рис. 3.



Рис. 3. Механізм зниження процентної ставки

Негайним наслідком переконливого скорочення дефіциту бюджету стають поліпшення сальдо поточного рахунку, зменшення премії від ризику та підвищення довіри до грошової одиниці. За таких умов слід очікувати поліпшення балансу купівлі-продажу іноземної валюти, що в поєднанні з поліпшенням сальдо поточного рахунку створює надійні передумови для нарощування валютних резервів. Надалі збільшення грошової маси внаслідок монетизації валютних резервів сприятиме зниженню процентної ставки – на додаток до зниження премії від ризику.

Необхідні інституційні заходи можуть підсилити позитивні ефекти за рахунок консолідації очікувань стабільності (чи навіть зміцнення) грошової одиниці та зменшення премії від ризику. На довгострокову перспективу дієвість таких інституційних заходів, як дерегуляція економічного середовища чи боротьба з корупцією мають сприяти зміцненню експортного сектору та економічно доцільному заміщенню імпорту, що має консолідувати очікування цінової і грошової стабільності, які в Україні вирішальним чиним залежать від сальдо поточного рахунку та динаміки валютних резервів. Ще одним механізмом сприятливого впливу може стати збільшення припливу іноземного капіталу, що дасть змогу підтримувати валютні резерви НБУ на достатньо високому рівні, навіть попри ймовірний дефіцит експорту-імпорту товарів і послуг. Водночас варто зауважити, що якими б не були позитивні результати

інституційних рішень, вони неспроможні самостійно змінити макроекономічну ситуацію в усіх важливих аспектах, включно з вартістю кредитних ресурсів.

В ширшому аналітичному контексті політика збалансованого бюджету (бажано за підтримки відповідними інституційними заходами) дає змогу перейти до більшої гнучкості обмінного курсу, як цього вимагає МВФ та сучасна економічна ситуація в Україні<sup>1</sup>. Проте НБУ в практичній площині регулювання все ж дотримується політики обмежених коливань курсу гривні, що частково пояснюється синдромом «остраха» щодо вільного плавання, який підтверджено практичним досвідом багатьох країн. Водночас при зменшенні валютних резервів виникає небезпека масованих спекулятивних «атак» на національну валюту [2, с. 8–10], що вимагає реалістичної оцінки можливостей підтримання фіксованого обмінного курсу за умов від'ємного сальдо поточного рахунку та високого дефіциту бюджету.

За умов плаваючого валютного курсу приплив капіталу може зміцнювати реальний обмінний курс і таким чином обмежувати потоки спекулятивного капіталу, які досить часто орієнтуються на можливість отримання доходу внаслідок майбутнього зміцнення грошової одиниці [5, с. 27–38]. Водночас подібний вплив можуть мати очікування зниження обмінного курсу, адже інвесторів відлякуватимуть потенційні втрати від «дешевшої» грошової одиниці. Якщо джерелом премії від ризику розглядати постійні очікування девальвації гривні за умов локальної стабільності обмінного курсу, що підтримується валютними інтервенціями НБУ, перехід до повноцінного «плавання» грошової одиниці повинен зменшити невизначеність і таким чином сприяти зниженню процентної ставки (зрозуміло, що при повній довірі до фіксованого обмінного курсу такий вибір політики обмінного курсу дає змогу мінімізувати премію від ризику, яка потенційно вища для плаваючого обмінного курсу).

Проведений аналіз свідчить про необхідність вирішення проблеми «подвійного дефіциту» – бюджету і поточного рахунку – як важливої передумови зниження процентної ставки в економіці України. Крім безпосереднього впливу на сальдо експорту-імпорту товарів і послуг, поліпшення сальдо бюджету дає змогу зменшити премію від ризику і підвищити довіру до грошової одиниці, що має позначитися збільшенням чистого продажу іноземної валюти та відповідним підсиленням тенденції до поліпшення динаміки валютних резервів. Відповідно виникнуть передумови для збільшення пропозиції грошової одиниці, що підсилить тенденцію до зниження процентної ставки. Інституційні заходи на зразок ефективної профілактики корупційних дій, зміцнення судової системи, лібералізації адміністративних регуляторів тощо видаються важливими для підсилення довіри до грошової одиниці, а головним чином з метою створення передумов для припливу довгострокового капіталу, що прискорить акумуляцію валютних резервів і одночасно створить передумови для надійного поліпшення сальдо зовнішньої торгівлі за рахунок зміцнення експортного сектору та економічно доцільного імпорто-заміщення.

### Література

1. Бардин І. І. Вплив вартості кредитних ресурсів на зовнішніх ринках на формування процентної ставки в Україні / І. І. Бардин // Вісник Університету банківської справи. – 2012. – № 2 (14) – С. 41–44.
2. Береславська О. Стабільність гривні: об'єктивна реальність чи вимушена необхідність? / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2012. – № 3. – С. 6–11
3. Богдан Т. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економічні моделі відсоткових ставок / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2012. – № 11 – С. 17–25.
4. Волошин І. Моделювання часової структури перевкладення роздрібних депозитів банку / І. Волошин // Банківська справа. – 2012. – № 4 – С. 3–9.
5. Дзюблук О. Зростання ролі валютної політики в умовах глобальних фінансових дисбалансів / О. Дзюблук // Банківська справа. – 2012. – № 3. – С. 27–38.

---

<sup>1</sup> У 1999 р. уряд Бразилії відпустив реал у «вільне плавання», що сприятливо позначилося на бразильській економіці. Щоб не допустити підвищення обмінного курсу національної валюти внаслідок припливу капіталу, в Бразилії було запроваджено податок на рух капіталу [16, с. 13–15].

6. Карлін М. Проблеми функціонування фінансового ринку та інвестиційна безпека України / М. Карлін, О. Івашко // Банківська справа. – 2012. – № 3. – С. 55–65.
7. Козюк В. В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності / В. В. Козюк // Вісник НБУ. – 2012. – № 1. – С. 34–41.
8. Лепушинський В. Визначальні чинники формування відсоткової ставки за кредитами на макрорівні / В. Лепушинський // Вісник НБУ. – 2012. – № 11. – С. 12–16.
9. Лук'янов В. Роль монетарної політики і монетарного регулювання в активізації фінансових ринків / В. Лук'янов // Банківська справа. – 2012. – № 4. – С. 60–75.
10. Міражі Нацбанку. Зростання резервів НБУ – тривожна тенденція [Електронний ресурс] // Український тиждень. – Режим доступу : <http://tyzhden.ua/Economics/72392>.
11. Семенишина З. Р. Вплив глобалізації на модифікацію стратегії соціально-економічного розвитку Бразилії / З. Р. Семенишина // Економічний часопис ХХІ. – 2012. – № 7–8. – С. 13–15.
12. Серебрянський Д. «Втеча» капіталу і тіньова міжнародна торгівля в Україні: зв'язок, макроекономічні ефекти / Д. Серебрянський, А. Вдовиченко // Вісник НБУ. – 2012. – № 11. – С. 26–33.
13. Співак І. В. Необхідність валютних трансформацій в контексті економічної безпеки України / І. В. Співак // Стратегічні пріоритети. – № 4 (21) – 2011. – С. 85–89.
14. Шевчук В. Фіскальна політика країн Центральної і Східної Європи: євроінтеграційні виклики : моногр. / В. Шевчук, Р. Копич // Львів : ПАІС, 2011. – 544 с.
15. Шевчук В. О. Вплив монетизації валютних резервів НБУ на макроекономічні показники української економіки / В. О. Шевчук // Мат. наук.-практ. конф. «Монетарна політика в умовах економічного зростання» (Київ, 20 травня 2004 р.) – К. : НБУ, 2004. – С. 57–62.
16. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія і практика : підруч. / В. О. Шевчук. – 2-ге вид. [перероб. і доп.]. – К. : Знання, 2008. – 663 с.