

ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ТРАДИЦІЙНИХ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ВИЗНАЧЕННЯ РІВНЯ ВІДСОТКОВИХ СТАВОК В УКРАЇНІ

В.І. Жданов, канд. екон. наук, Науково-дослідний економічний інститут Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України

Актуальність проблем, пов'язаних з формуванням рівня відсоткових ставок в Україні визначається високим попитом реального сектору економіки на кредитні ресурси, у зв'язку з необхідністю реалізації інвестиційних проектів та нестачею обігових коштів. Надзвичайно поширеним є уявлення про їх надмірно високий рівень протягом тривалого часу, що унеможливує доступ до кредитних та інвестиційних ресурсів всіх без винятку економічних суб'єктів в Україні. Оскільки процес побудови ефективної банківської системи в Україні ще не завершено, аналіз формування і встановлення відсоткових ставок доречніше провести на прикладах країн з розвинутою ринковою економікою та банківською системою, що мають усталені традиції банківського регулювання та формування відсоткових ставок.

Сучасні підходи до рівня відсоткових ставок визначаються процесами, в яких аналіз стосується відсоткових ставок не загалом, коли в якості об'єкта вибирається абстрактна "репрезентативна" відсоткова ставка, а конкретних відсоткових ставок. На фінансових ринках можна спостерігати велику кількість різноманітних відсоткових ставок, оскільки об'єкти торгів на цих ринках не є однорідними. Оскільки вони відрізняються, між іншим, рівнями ризику, можна встановити певну структуру відсоткових ставок відповідно до тієї пропорції, якій, за інших незмінних умов, активам з високим (низьким) рівнем ризику відповідає висока (низька) відсоткова ставка. Так само можна встановити міжнародну структуру відсоткових ставок для певного виду активів у різних країнах. Різниця між національними та іноземними відсотковими ставками значною мірою залежить від очікувань щодо зміни валютного курсу.

На особливу увагу заслуговує строкова структура відсоткових ставок, яка залежить від строків погашення кредитів.

З традиційного аналізу стану фінансових ринків відомо, що за нормальних умов:

- довгострокова відсоткова ставка є вищою за короткострокову;
- коротко- і довгострокові відсоткові ставки змінюються в одному напрямку, тобто разом збільшуються або зменшуються;
- короткострокові відсоткові ставки зазнають більших коливань, ніж довгострокові.

Виходячи з цього, криві структури відсоткових ставок мають, як правило, додатній нахил. Всі ці явища описуються теорією строкової структури відсоткових ставок (*theory of the term structure of interest rates*). У рамках цієї теорії існує багато моделей, які можна згрупувати відповідно до трьох основних підходів, найважливіші засади яких описані нижче.

Теорія переваги ліквідності як інструмент визначення строкової структури відсоткових ставок походить від кейнсіанської теорії переваги ліквідності, що

розглядає єдину альтернативу: “готівка – довгострокові облигації” і тому спроможна описувати тільки формування довгострокових відсоткових ставок.

Останнім часом теорія переваги ліквідності дуже часто застосовується для визначення структури відсоткових ставок не у своєму “первісному” вигляді, а як доповнення до теорії очікувань. Ця версія переваги ліквідності теорії очікувань (*liquidity preference version of the expectations theory*) визначає довгострокову відсоткову ставку, як середню з величин очікуваних короткострокових відсоткових ставок на період до погашення довгострокового боргу, плюс додатна (у виняткових випадках – від’ємна) маржа за додатковий ризик довгострокового розміщення грошових коштів.

Окрім теорії очікувань та теорії переваги ліквідності, існує третій підхід до визначення структури відсоткових ставок, який найчастіше пропонується практичними учасниками фінансових ринків – *теорія сегментації ринку (segmented market theory)*. Прихильники цієї теорії стверджують, що інституційні чинники, недосконала взаємозамінність, операції по страхуванню від ризиків (хеджування) і, особливо – переваги учасників ринку капіталів щодо строків погашення цінних паперів викликають відмінності між різноманітними фінансовими ринками, включаючи механізми встановлення відсоткових ставок, та їх наступну взаємну “ізоляцію”. Таким чином, переваги учасників та похідні від них попит і пропозиція фінансових активів визначають чинну структуру відсоткових ставок. Тому відсоткові нарахування на цінні папери з різними строками погашення встановлюються значною мірою незалежно одне від одного. Разом з тим, зміна структури цінних паперів відповідно до строків їх погашення згідно з теорією сегментації ринку викликати змінює структуру відсоткових ставок.

Проведені емпіричні дослідження для економічно розвинутих країн [2] досі не підтвердили існування саме таких зв’язків. Їх результати дають змогу більше говорити про підтвердження теорії очікувань в її модифікованій версії. Проте з цього зовсім не випливає, що інституційні чинники, на які звертає увагу теорія сегментації ринку, не впливають на строкову структуру ринкових відсоткових ставок.

На практиці, в економічно розвинутих країнах рівень ставок на ринку грошей найчастіше перебуває в межах, визначених обліковою та ломбардною ставками, які визначають, відповідно, верхню і нижню межі рівнів і змін відсоткових ставок. Для кращого розуміння такої ситуації вважатимемо, що банки не користувались кредитами рефінансування, а ринок грошей характеризується великими обсягами ліквідності. Внаслідок цього, відсоткові ставки на ринку грошей початково встановлюються нижчими за рівень облікової ставки центрального банку. Якщо при цьому попит на депозити “овернайт”, одномісячні та тримісячні депозити перевищує їх пропозицію, то відсоткові нарахування по них зростають до рівня облікової ставки і навіть можуть її перевищити. За такої ситуації банки – учасники ринку грошей, намагатимуться використати можливість рефінансування для обліку в центральному банку комерційних векселів та цінних паперів, що відповідають певним критеріям, встановленим для операцій рефінансування центральним банком. Таким чином, вони створюють попит на гроші центрального банку, зменшуючи його на ринку грошей, оскільки кредити рефінансування являють

собою більш дешевий для них ресурс. Це гальмує підвищення відсоткових ставок на ринку грошей до такого рівня, коли ставки по депозитних ресурсах на строк, не більший ніж строк рефінансування, не будуть вищими за облікову ставку. Цей рівень зберігатиметься доти, доки банки повністю не вичерпають своїх можливостей отримувати кредити рефінансування, володіючи цінними паперами, під які вони можуть його отримати.

Формування відсоткових ставок за депозитами “овернайт” та одноденними депозитами мають особливу природу, оскільки попит на них формується при нагальному виникненні потреби у ліквідних коштах. Тому центральний банк може встановлювати додаткові регулятивні обмеження на доступ до одноденних ресурсів. Наприклад, комерційний банк може мати схильність до встановлення на депозитному ринку ставки за одноденними депозитами дещо вищої за облікову ставку, якщо центральний банк встановлює певну додаткову оплату за надання своїх ресурсів на мінімальний проміжок часу. Тому, якщо банк потребує грошових коштів для резервування з метою виконання обов’язкових нормативів центрального банку на один-два дні, для нього може бути вигіднішою сплата вищої ставки на грошовому ринку за користування коштами протягом цього періоду, ніж сплата коштів центральному банку за надання ним грошових коштів на довший період за звичайною обліковою ставкою. Окрім того, вичерпування банком можливостей отримання кредитів рефінансування або прийнятих для дисконтування центральним банком цінних паперів змушує комерційний банк до позичання одноденних депозитів на відповідному грошовому ринку за вищими ставками. Таким чином, верхньою межею формування відсоткових ставок у цьому випадку стає відсоткова ставка, що застосовується центральним банком до операцій відкритого ринку, а після неї – ломбардна ставка, що встановлюється на кілька відсоткових пунктів вище за облікову. Це сприяє гальмуванню відповідного підвищення відсоткових ставок, оскільки банки знову переформують попит на ліквідні ресурси на користь центрального банку, здійснюючи активні операції відкритого ринку і отримуючи ломбардне кредитування. Якщо ж банки вже втратили можливість отримання ломбардних кредитів або не мають бажання показувати його в балансі, відсоткові ставки за одно-, тримісячними та депозитами “овернайт”, особливо на дні складання балансу та останній день року, можуть перевищувати навіть ставки ломбардного кредитування центральним банком.

На ринку капіталів також можна встановлювати верхню і нижню межі формування і зміни відсоткових ставок, проте в цьому випадку вони не відіграватимуть такої значної ролі, як на ринку грошей через те, що практично досягти їх вдається дуже рідко.

Верхня межа відсоткових ставок на ринку капіталів визначається очікуваннями рівня прибутковості та ступенем фінансування підприємств за рахунок власних коштів. Тобто, чим вищою є прибутковість очікуваної інвестиції та більшою питома вага власних коштів у її фінансуванні, тим вищою буде відсоткова ставка на ринку капіталів, яку підприємства будуть схильні прийняти. Вони створюватимуть попит на капітал доти, доки середня вартість позичених коштів не перевищуватиме середньої прибутковості від їх розміщення за певний проміжок часу. Якщо власні кошти є для підприємств

дешевшими, то при зростанні їх питомої ваги в інвестиційних проектах вони можуть погодитись навіть на вищий рівень відсоткових ставок на ринку капіталів.

На цьому ринку існує також нижня межа відсоткових ставок, яка початково визначається рівнем відсоткових ставок на банківському ринку кредитів та депозитів, а в підсумку – рівнем відсоткових ставок на ринку грошей. Для небанківських економічних суб'єктів, що володіють грошовими коштами, їх розміщення в цінні папери на ринку капіталів та довгострокові банківські депозити є конкурентними напрямками інвестування. Вони не схильні до інвестування коштів у високо ризикові цінні папери на ринку капіталів, якщо не очікують зростання їх курсової вартості, яка означає підвищення прибутковості інвестованого капіталу та зменшення відсоткових нарахувань з наближенням відсоткових ставок ринку капіталів до ставок за банківськими депозитами. Тобто, за відсутності таких очікувань менш ризикові банківські депозити є набагато привабливішими. Банки, у свою чергу, спеціалізуються на розміщенні ресурсів на ринку капіталів і використовуватимуть нові надходження грошових коштів на депозити або на цьому ринку, або для безпосереднього кредитування реального сектору економіки. Розміщення банками цих коштів на ринку капіталів сприяє зменшенню на ньому відсоткових ставок і не впливає на відсоткові ставки ринку грошей. Саме вони і є нижньою межею відсоткових ставок на ринку капіталів, оскільки цінні папери ринку грошей, через їх високу ліквідність і низьку ризиковість, будуть більш привабливими для банків, ніж довгострокові цінні папери за однакових відсоткових нарахувань по них. Якщо банки вже отримали певні довгострокові ресурси зі встановленими відсотковими нарахуваннями і можуть розмістити їх на ринку капіталів за нижчими відсотковими ставками, ці операції стають для них джерелом збитків. Тому банки уникатимуть збитковості операцій, знижуючи довгострокові депозитні ставки. Таким чином, зниження ставок на банківському ринку депозитів може супроводжуватись зниженням ставок на ринку капіталів, але відсоткові ставки на ринку капіталів не можуть опуститись нижче рівня ставок за банківськими депозитами на тривалий проміжок часу.

На ринку банківських кредитів і депозитів в операціях банків зі своїми клієнтами формуються відсоткові ставки за активами – відсоткові нарахування, що вимагаються банками за надання грошових коштів у розпорядження клієнтів, та пасивами – відсоткові нарахування, які пропонують банки власникам грошових коштів за депозитами. В окремих країнах на певних стадіях економічного розвитку ці ставки встановлювались адміністративно центральним банком і пов'язувались з обліковою чи ломбардною ставками. Визначення ставок у такий спосіб являє собою встановлення максимальних або мінімальних рівнів ставок, через які не може “перейти” комерційний банк. При цьому нова максимальна ставка за кредитами встановлюється автоматично при кожній зміні, наприклад, облікової ставки центрального банку.

Відсутність цих адміністративних обмежень не означає, що облікова ставка центрального банку втрачає своє значення як чинник впливу на рівень відсоткових ставок на ринку банківських кредитів і депозитів. У переважній більшості країн світу на сучасному етапі економічного розвитку зміни

відсоткових ставок за банківськими кредитами і депозитами відбуваються слідом за змінами рівня облікової ставки центрального банку. Проте формування відсоткових ставок на цих ринках значною мірою визначається поведінкою цінових лідерів, якими звичайно є великі банки. Вони встановлюють вигідні для себе ставки для операцій, за якими домінують на ринку, і така їх позиція викликає прийняття та наслідування іншими банками цих умов.

Небанківські фінансові посередники розміщують свої кошти здебільшого на ринках грошей і капіталів, а також на ринку банківських депозитів, що збільшує пропозицію грошових коштів на цих ринках. За допомогою цього вони також впливають на формування відсоткових ставок на відповідних фінансових ринках. Цей вплив є тим сильніший, чим більш розвинута і дієва парабанківська система країни.

Взаємозв'язки між фінансовими ринками проявляються також у процесах формування відсоткових ставок. Зміни попиту і пропозиції на одному ринку, як правило, впливають не тільки на рівень відсоткових ставок на цьому ринку, але і на процеси, що відбуваються на суміжних ринках. Монетарні імпульси, що проявляються у зміні грошово-кредитної політики центрального банку, за допомогою зміни структури відсоткових ставок, яка являє собою зміну відносних цін на фінансові активи, впливають не тільки на їх попит і пропозицію, а і на рух реальних матеріальних активів. А ці відносні ціни залежать як від ринкових, так і від інституційних чинників, що характеризують фінансові ринки.

Список літератури

1. Geldtheorie und Geldpolitik / Duwendag D., Ketterer K.-H., Kösters W., Pohl R., Simmert D.B. – Köln: Bund-Verlag GmbH, 1993. – 320 p.
2. Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie, Praxis / Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Frany Seitz. – 2., vollkommen überarbeitete und stark erweiterte Aufl. – Düsseldorf: Werner, 2001. – 486 p.
3. Patinkin Don. Money, Interest and Prices. An Integration of Monetary and Value Theory. – Second Edition. – New York: Harper & Row, 1969. – 708 p.

Жданов, В.І. Особливості застосування традиційних теоретичних підходів до визначення рівня відсоткових ставок в Україні / В.І. Жданов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць.- Суми: УАБС НБУ, 2003.- Т. 7.- С. 112-118.