

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ

ЗИМОВЕЦЬ ВЛАДИСЛАВ ВІКТОРОВИЧ

УДК 336.76

**ПРОЦЕНТНА СТАВКА ТА ІНФЛЯЦІЯ У ПЕРЕХІДНІЙ
ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ**

08.04.01 Фінанси, грошовий обіг і кредит

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

КИЇВ 1998

Дисертацією є рукопис

Роботу виконано в Інституті економіки НАН України

- Науковий керівник: доктор економічних наук, старший науковий співробітник Кононенко Віталій Іванович, Інститут економіки НАН України, завідувач відділу теоретичних проблем регулювання економіки.
- Офіційні опоненти: доктор економічних наук, член-кореспондент Української академії аграрних наук Дем'яненко Микола Якович, Інститут аграрної економіки Української академії аграрних наук, заступник директора.
- кандидат економічних наук, старший науковий співробітник Федоренко Анатолій Васильович Інститут економічного прогнозування НАН України, старший науковий співробітник
- Провідна установа Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України, відділ фінансових проблем підприємницької діяльності, м.Київ

Захист відбудеться 26 листопада 1998 р. о 14-00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.150.01. в Інституті економіки НАН України, м. Київ-11, вул.Панаса Мирного, 26.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Інституту економіки НАН України, 252011, м.Київ-11, вул. Панаса Мирного, 26.

Автореферат розіслано 15 жовтня 1998 року

Учений секретар спеціалізованої вченої ради

Л.М.Шаблиста

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Сутність і стан наукової проблеми. Взаємодія процентної ставки і темпів інфляції є окремою науковою проблемою, ключовими питаннями якої є вплив процентної ставки на динаміку товарних цін та зворотній зв'язок цих макроекономічних індикаторів. Економісти пропонують діаметрально протилежні підходи до визначення ролі та місця процентної ставки у грошово-кредитному регулюванні й забезпеченні цінової стабільності: від повної відмови від активної процентної політики до визнання процентної ставки основним інструментом грошово-кредитного регулювання. На користь обох концепцій наводиться достатньо доказів, і, таким чином, наукова дискусія з цього питання залишається відкритою.

Існуючі теоретичні концепції, які пояснюють механізм взаємодії процентної ставки і темпів інфляції, описують суто ринкові економічні системи. Докази слушності цих концепцій базуються на узагальненні даних з економічно розвинутих країн та країн “третього світу” на тривалих часових інтервалах. Особливим випадком є зв'язок процентної ставки і темпів інфляції у постсоціалістичних країнах протягом перехідного періоду. Несформованість ринкового середовища у цих країнах суттєво змінює характер взаємозв'язку між процентною ставкою і інфляцією. Іншими словами, традиційна (так звана “ортодоксальна”) форма вирішення цієї проблеми стає недостатньою як для пояснення процесів, що відбуваються, так і для обґрунтування конкретних заходів грошово-кредитної політики. Взаємодія процентної ставки і темпів інфляції у перехідній економіці є окремою науковою проблемою макроекономічної теорії, пов'язаною з питанням узгодженості динаміки цін на матеріальні і фінансові активи і врешті-решт розподілом національного доходу.

Обґрунтування необхідності проведення дослідження. Грошовий обіг у перехідній економіці як окремий предмет економічної науки щойно розробляється зусиллями українських економістів. Грошово-кредитна політика в Україні базується частково на суперечливих концепціях, запозичених із західної економічної науки, а частково – на традиціях адміністративного регулювання, успадкованих від тоталітарного режиму. Розробка механізму процентної політики, позбавленого від декларативності та придатного до практичного використання, потребує проведення детального наукового аналізу взаємодії процентної ставки і темпів інфляції. Для цього необхідно провести теоретичні дослідження, доповнені аналізом фактичного матеріалу, які б дали нам відповіді на такі питання : 1) які чинники є визначальними за своїм

впливом на рівень процентної ставки в Україні; 2) як процентна політика впливає на внутрішню і зовнішню стабільність гривні.

Актуальність теми. Досвід процентної політики в умовах переходу до ринкової економіки в Україні сьогодні щойно набувається. Інфляція є хронічною проблемою країн з перехідною економікою, а короточасні періоди фінансової стабілізації не перетворюються на довгострокову стабільність, вірогідність інфляції залишається високою. Політика високої реальної процентної ставки не має альтернативи у нестабільних грошових системах перехідного періоду. Загальна дилема грошового обігу у ринковій системі така: або бажаний рівень процентної ставки, або бажаний рівень інфляції, що є характерним і для перехідного періоду. Іншими словами - центральний банк забезпечує або інтереси вкладників і збереження реальної вартості їх заощаджень, або інтереси виробничого сектора і послаблення процентного тягара.

Пасивна процентна політика (визнання фактичного розміру процентної ставки досконалим індикатором, на який неможливо впливати адміністративними методами) є логічною альтернативою заходам нормативного характеру. Оцінка ефективності цих альтернатив з огляду на вірогідність швидшого встановлення реальної процентної ставки на рівні, характерному для стабільних грошових систем, є надзвичайно актуальною.

Розробка механізму процентного регулювання належить до першочергових завдань: концептуального визнання принципу позитивної процентної ставки недостатньо для управління українською грошовою системою на даному етапі розвитку. Нагальними є питання - яким саме є рівноважний рівень процентної ставки сьогодні і яким він може бути у перспективі. Розробка цих питань дасть змогу проводити науковий аналіз довгострокових і поточних процесів у грошовому обігу України у наступних наукових роботах. Ключові висновки про характер і механізм взаємодії процентної ставки та інфляції в Україні мають методологічне значення, доповнюють існуючий інструментарій макро- і мікроекономічного аналізу.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Положення дисертаційного дослідження використовувались у ході виконання планових наукових тем відділу теоретичних проблем регулювання економіки Інституту економіки НАН України : " Проблеми формування і функціонування ринку на Україні" та "Розробка теоретичних основ взаємопов'язаного функціонування та комплексного удосконалення ринкових регуляторів".

Мета та задачі дослідження . Метою цього дослідження є визначення характеру та форм взаємодії процентної ставки та інфляції в перехідній

економіці України з розробкою конкретних напрямків удосконалення процентної політики.

У рамках дослідження зроблено спробу вирішити такі наукові задачі:

* перевірка чинності гіпотез про залежність процентної ставки від темпів інфляції по групах країн із різним ступенем розвитку ринкових відносин;

* встановлення наявності та характеру зв'язку між процентною ставкою і швидкістю обігу грошей, динамікою валютного курсу, структурою грошової маси в обігу;

* оцінка ефективності зовнішнього впливу на процентну ставку за допомогою адміністративно-правових методів регулювання та прямого контролю в економіці перехідного типу, визначення необхідних передумов для проведення активної процентної політики;

* розробка методики визначення рівня процентних ставок за кредитами на мікрорівні ринковою вартістю грошових ресурсів;

* оцінка чинної методики визначення облікової ставки в Україні за допомогою порівняння її фактичної динаміки з рівноважним рівнем, розрахованим за альтернативними методиками; розробка методики визначення мінімально припустимого рівня облікової ставки у конкретних макроекономічних умовах і практичних рекомендацій щодо удосконалення процентної політики НБУ.

Наукова новизна отриманих результатів. У роботі викладено ряд положень, які пропонується покласти в основу процентної політики центрального банку у постсоціалістичних країнах. Наведені нижче положення розкривають новизну дисертаційного дослідження:

1. Проведено узагальнення теоретичних розробок проблеми взаємодії процентної ставки і темпів інфляції у світовій економічній науці та досліджень світового досвіду процентного регулювання, що дозволило зробити актуальні для України висновки:
 - встановлено мінімальні часові інтервали тривалості цінової стабільності, необхідні для розширення внутрішнього банківського кредиту у постінфляційній грошовій системі;
 - вперше зроблено спробу кількісного визначення припустимих меж облікової ставки у конкретних економічних умовах (описано системою нерівностей, яка визначає ці межі).
2. Вперше проведено двосторонній аналіз ефективності процентної політики на макрорівні, в якому процентна ставка є як ендогенною змінною (індикатором), так і екзогенною змінною (зовнішнім регулятором).
3. Розроблено положення про розмежування функцій процентної ставки на балансуєчу, перерозподільчу та інформаційну, а також доведено, що

дискретна процентна політика в Україні (екзогенність процентної ставки) є доцільною (виконання нею інформаційної функції в умовах недосконалості ринку грошей і капіталів в Україні).

4. Вперше розроблено методи розрахунку граничних процентних ставок за кредитами на мікрорівні; встановлено, що ця розробка переконливо пояснює існуючу кредитно-депозитну маржу (об'єктивне пояснення цього явища доповнює існуючі гіпотези про мотивацію дій банку при визначенні процентної ставки).

Практичне значення отриманих результатів . Розробка проблеми взаємозв'язку процентної ставки і темпів інфляції, що виконана у цій роботі, дає змогу пояснити величину процентної ставки на двох рівнях (макро- і мікроекономічному) дією ендогенних і екзогенних чинників. Розроблені принципи процентної політики можуть бути використані НБУ для прийняття конкретних економічних рішень. Запропонована методика базується на кількісних величинах і може бути використана в наступних дослідженнях та подальшій розробці проблеми взаємодії процентної ставки і темпів інфляції. Положення, викладені у цій роботі, дістали достатнє емпіричне підтвердження на фактичних даних; результати роботи представлено таким чином, що вони можуть бути легко перевірені на нових даних.

Розроблений механізм визначення діапазону безризикової базової процентної ставки дає можливість проведення більш гнучкої процентної політики НБУ в рамках загального пріоритету цінової стабільності у довгостроковій перспективі. Переорієнтація процентної політики згідно з пропозиціями, викладеними в дисертації, є можливою на практиці (в рамках існуючої системи грошово-кредитного регулювання в Україні).

Автор брав участь у підготовці пропозицій з питань фінансів і банківської справи, що розроблялись Інститутом економіки НАН України. Крім того, проводилась практична робота з аналізу фінансової діяльності окремих комерційних банків. Кількісна оцінка поточної доходності працюючих активів застосовувалась при оцінці ефективності роботи конкретних банківських установ. Основні положення дисертації знайшли відображення в 1 монографії, 1 розділі у колективній монографії, 4 статтях загальним обсягом 12 друкованих аркушів, які належать особисто автору.

Структура дисертації. Дисертаційне дослідження складається зі вступу, трьох розділів, висновків, бібліографії та 7 додатків. Повний обсяг дисертації становить 174 сторінки, додатки - 24 сторінки, список використаної літератури – 150 найменувань. У тексті дисертації розміщено 12 таблиць, 20 малюнків.

У першому розділі “Стан теорії і методики дослідження процентної ставки та інфляції” проведено короткий огляд суперечливих підходів різних економічних шкіл до механізму взаємодії процентної ставки та темпів інфляції, а також методичних принципів дослідження взаємодії проценту й інфляції.

Теоретичною основою даної роботи є існуючі концепції, які описують взаємодію процентної ставки та інфляції, різних теоретичних шкіл. Загальна методика передбачає проведення перевірки чинності та теоретичної значимості в умовах перехідної економіки взагалі і зокрема в Україні таких гіпотез:

- * про інваріантність реальної процентної ставки щодо темпів інфляції у довгостроковій перспективі І.Фішера - М.Фрідмена у ринковій економіці;

- * про функціональну залежність процентної ставки від швидкості обігу грошової маси;

- * сучасних концепцій грошово-кредитного регулювання та послідовності реформ у фінансовому секторі під час перехідного періоду Р.Дж.МакКінона , Р.Дорнбуша та ін.;

- * Дж.М.Кейнса та його послідовників про доцільність політики дешевих грошей у період циклічного спаду та неповної зайнятості для перехідної економіки України.

Основним методичним принципом розробки проблеми взаємодії процентної ставки і темпів інфляції у перехідній економіці повинен бути принцип поетапного аналізу функцій процентної ставки:

- * на першому етапі дослідження визначається залежність номінальної процентної ставки від темпів інфляції, перевіряється слушність гіпотези про здатність процентної ставки до самозбалансування (індикативної функції процентної ставки);

- * на другому етапі проводиться аналіз ефективності зовнішнього (нормативного) впливу на ринкову процентну ставку з боку облікової, аналізується порівняльна динаміка облікової і ринкової ставки, визначаються припустимі межі нормативного впливу на ринкову процентну ставку в перехідний період.

При проведенні теоретичних досліджень ми широко використовували статистичну інформацію Міжнародного валютного фонду, Мінстату України, статистика грошового обігу (Бюлетень НБУ), статистичні видання Європейського центру макроекономічного аналізу України. Зібрано і узагальнено дані по фінансовому стану конкретних комерційних банків на базі оприлюдненої звітності, матеріалів Української асоціації комерційних банків,

публікацій в українській та іноземній фінансовій пресі. Проаналізовано нормативні акти НБУ з питань грошового обігу, законодавчі акти з суміжних питань.

Положення основних теоретичних шкіл не покладені повною мірою в основу сучасної грошово-кредитної політики в країнах з розвинутою ринковою економікою. Сформувався певна практика, згідно з якою грошово-кредитне регулювання проводиться з урахуванням поточного стану ряду індикаторів (зайнятість, індекси фондового ринку, стан платіжного балансу). Тому наукова полеміка між кейнсіанською і монетаристською течіями економічної думки має обмежений вплив на економічну політику в розвинутих країнах.

Доцільність застосування тих чи інших принципів процентної політики в умовах перехідного періоду є предметом наукової дискусії. Більшість робіт носить критичний характер, конструктивних пропозицій і детальних методик з питання процентної політики у вітчизняній науковій літературі не достатньо. Досконалого пояснення розмірів процентної ставки об'єктивними чинниками в роботах вітчизняних економістів немає, що й визначило напрямки досліджень цієї роботи.

Методика кількісних порівнянь, проведених у роботі, передбачає синхронізацію процентної ставки і темпів інфляції, що є основним методичним принципом цієї роботи. Порівняння динаміки процентної ставки і темпів інфляції потребує приведення обох показників у єдиний формат, для чого вводиться поняття фактичної процентної ставки, яка є аналогом широко вживаного терміну "ефективна" процентна ставка. За результатами порівнянь фактичної процентної ставки з темпами інфляції визначається реальна процентна ставка (тобто номінальна процентна ставка, зменшена на інфляційну складову). Процентна ставка у логарифмічній формі використовується для приведення процентних ставок, темпів інфляції та інших динамічних величин у лінійний формат для розробки рівнянь регресії

У другому розділі "Теоретичні основи взаємодії процентної ставки та інфляції" проведено аналіз суперечливих підходів сучасної економічної науки до вирішення питання: чи є процентна ставка досконалим індикатором стану грошового обігу (ендогенною змінною), чи вона є зовнішнім регулятором грошового обігу (розглядаються можливості процентного регулювання, тобто автономної процентної політики центрального банку з точки зору її впливовості на динаміку цін). Неокласична і кейнсіанська теорії проценту по-різному визначають характер взаємозв'язку процентної ставки та інфляції. Зменшення реальної процентної ставки як характерний наслідок додаткової емісії грошей відстоюється кейнсіанською школою, її незмінність в довготерміновій перспективі – це позиція неокласиків. Процентна ставка більшою мірою залежить від прибутковості капіталу в стабільних економічних системах, де доходи від виробництва є безальтернативним джерелом проценту.

В нестабільних системах та системах, що реформуються, домінуючим фактором, який визначає процентну ставку, є грошовий ринок, оскільки з'являються можливості отримання інфляційного прибутку (при неузгодженості очікуваних темпів інфляції і номінальної процентної ставки) - гранична ефективність капіталу суттєво відхиляється від номінальної процентної ставки.

Реальна процентна ставка є узагальнюючим барометром стану грошової системи, її індикатором. Необхідними умовами зниження реальної процентної ставки є зростання заощаджень в абсолютному вираженні (що забезпечується зростанням реальних доходів) та реструктуризація активів (відносно зниження попиту на конвертовану валюту та товарно-матеріальні цінності, яке залежить від темпів інфляції). Швидкість такої реакції реальної процентної ставки при інших рівних обставинах залежить від ступеню охоплення банківською системою фінансових потоків (або, навпаки, ступеню позабанківських готівкових оборотів), адже надлишкова готівка в обігу при жорсткому обмеженні первинних резервів звужує грошовий ринок і підвищує номінальну процентну ставку. Процентна ставка визначається на грошовому ринку й лише в тій грошовій системі вона буде низькою, де банками система контролюється значні обсяги ресурсів, і де реальна вартість цих ресурсів не знаходиться під загрозою валютних і інфляційних ризиків, які генетично пов'язані один з одним.

Теоретичне дослідження основних підходів у сучасній економічній теорії до проблеми взаємодії процентної ставки та інфляції дало змогу виробити наступні положення щодо значення і ролі процентної ставки в ринковій економіці:

- * на короткострокових часових інтервалах процентна ставка виконує функцію ефективного регулятора грошового обігу та ділової активності, а також стабілізує кон'юктурні коливання на фінансовому та валютному ринку;

- * зниження реальної процентної ставки (створення сприятливішого середовища для економічного розвитку) відбувається лише у тих економічних системах, де зростає реальний ВВП і навпаки;

- * на довгострокових часових інтервалах процентна ставка є досконалим індикатором достатності внутрішніх грошових заощаджень; її рівень залежить від того, яка частка ВВП зберігається на рахунках національної банківської системи. Довгострокова процентна ставка - це такий індикатор, який дуже складно змінити штучно (за допомогою інструментів грошово-кредитної політики). У грошових системах перехідного типу операції з довгострокового кредитування залишаються одиничними й рівень процентних ставок по них не є показовим.

Висока реальна процентна ставка є надійним антиінфляційним чинником, проте її вплив на заощадження (а отже й акумульовані на внутрішньому ринку інвестиції) є майже нейтральним, оскільки заощадження є функцією доходу, а не процентної ставки. Процентна ставка впливає на структуру розподілу наявного доходу і, при інших рівних обставинах, її висока реальна складова призводить до нагромадження інвестиційного потенціалу в формі фінансових активів у національній валюті на балансах небанківського сектора та у населення.

Зростання реального ВВП може знизити реальну процентну ставку, але зниження номінальної процентної ставки ніяким чином не призведе до зростання доходу (воно може лише збагатити тих, хто першим матиме доступ до кредиту). Занижена номінальна процентна ставка потребуватиме додаткового адміністративного контролю за розподілом кредитів. У перехідний період діє принцип: менші темпи інфляції створюють передумови для зростання обсягів заощаджень у національній валюті. Врешті-решт, більш слушною в умовах перехідної економіки є грошова теорія проценту і залежність процентної ставки від нагромадження реальних грошових залишків. Нерівноважна або нормативно встановлена низька процентна ставка спричинить волюнтаристський перерозподіл капіталу на користь запланованих інвестицій, проте, в довгостроковій перспективі призведе до прискорення інфляції та відповідного скорочення внутрішніх заощаджень у грошовій формі.

У третьому розділі "Форми та характер взаємодії процентної ставки та інфляції в ринковій економіці" на базі статистичних даних з розвинутих країн і країн з перехідною економікою визначаються форми, характер і щільність зв'язку реальної процентної ставки з темпами інфляції, динамікою валютного курсу та нагромадженням грошового капіталу.

Сучасна грошово-кредитна політика країн з ринковою економікою побудована на принципах лібералізації процентних ставок й узгодження облікової ставки з ринковою та очікуваними темпами інфляції. Можна виділити три різновиди процентної політики : 1)циклічний або активна процентна політика(Німеччина, Японія, США); 2)валютний або політика, спрямована на зовнішню стабільність грошової одиниці (Франція); 3)інди-кативний або пасивна процентна політика (Іспанія, Канада). Фінансова стабільність, тобто низькі темпи інфляції в довгостроковій перспективі, є необхідною умовою поступового зниження реальної процентної ставки в країнах, валюти яких не використовуються як резервні (Італія, Іспанія, Франція, Канада), та підтримання її на низькому рівні для грошових систем, які емітують резервні валюти (Німеччина, США, Швейцарія).

Реальна процентна ставка є об'єктивним відображенням того, яку частину доходу (ВВП) в грошовій формі контролює національна банківська

система. Питання зниження реальної процентної ставки - це питання тривалості фінансової стабільності. Об'єктивні чинники впливають на рівноважну величину реальної процентної ставки:

* у постсоціалістичних країнах при темпах інфляції, які не перевищують 25 % на рік, реальна ставка по депозитах знаходиться в щільних межах (від 3,5 до 12 % річних валютної доходності); при досягненні повної фінансової стабілізації (темпах інфляції на рівні 1% на рік) валютна доходність депозитів врівноважується з реальною доходністю, визначеною за динамікою цін (процентний паритет) на рівні 3 % річних;

* у ринковій економіці при темпах інфляції понад 60 % на рік грошова система конкретної країни виходить за межі стабільності, монетизація ВВП скорочується і перетинає межу 30 %, що потребує проведення політики високих процентних ставок (вище 25 % річних валютної доходності) для збереження реальної вартості заощаджень у пасивах національної банківської системи.

Політика помірно позитивної процентної ставки є доцільною у країнах з перехідною економікою. Це визначається такими чинниками:

* при реальній процентній ставці за депозитами (валютна доходність) понад 15 % річних зростання цін призупиняється незалежно від того, як встановлювалась процентна ставка - нормативним чи ринковим методом;

* прискорення (збереження досягнутого рівня) мобілізації заощаджень у грошовій формі є необхідною передумовою економічного розвитку, а визначальним критерієм цього процесу є відношення грошової маси до ВВП;

* вища процентна ставка (у виважених, неспекулятивних рамках) сприяє спрямуванню ресурсів на кредитування прибутковіших проєктів, прибутковість яких не базується на інфляційному зростанні цін, а пов'язана з вищою продуктивністю праці;

* проведення жорсткої грошово-кредитної політики та висока ставка рефінансування потребують додаткових, крім контролю за ліквідністю, методів регулювання, банківська система на цей період має бути об'єктом інвестування, а не інвестором (кредит на цьому етапі розвитку не може виконувати капіталотворчу функцію), спроби перетворити банківську систему на фінансового донора є стратегічною помилкою.

Реальна процентна ставка неоднакова в різних країнах саме через те, що вона є індикатором національних капітальних нагромаджень, тобто функцією від реального багатства в грошовій формі, накопиченого в даній країні на певний момент. Цінова стабільність забезпечує збереження вартості грошових нагромаджень у довгостроковій перспективі, висока реальна процентна ставка гарантує таке збереження, незважаючи на прискорення темпів інфляції.

У четвертому розділі "Процентні ставки в перехідній економіці України" розглядаються питання впливу структури та динаміки грошової маси на рівень процентної ставки в Україні з урахуванням фактичних темпів інфляції.

Фактори відносної достатності грошей (відношення грошової маси до ВВП) і забезпеченості цих грошей банківським капіталом діють на внутрішню процентну ставку (це є джерела ресурсів). Динаміка процентної ставки в Україні узгоджується з теоретичними узагальненнями, характерними для країн з перехідною економікою. Рівень грошових нагромаджень (табл.1) відносно ВВП (біля 0,1) в Україні набагато нижчий, ніж у колишніх соцкраїнах (біля 0,43), що є результатом набагато вищих середньорічних темпів інфляції в перехідний період. Чим вищими були у минулому темпи інфляції, тим вища процентна ставка буде сьогодні. Аналогія з країнами, що мають схожі макроекономічні характеристики, дає змогу очікувати зростання внутрішнього кредиту і, відповідно, грошової маси до рівня, що відповідає монетизації ВВП на рівні 0,4 - 0,5). Опосередковано слід очікувати зниження реальної процентної ставки та звуження діапазону її коливань.

Альтернативним виміром достатності грошей в економіці конкретної країни може бути відношення сукупних джерел внутрішнього кредиту до номінального ВВП. Грошовий агрегат М2, зменшений на готівку в обігу і збільшений на власні кошти банківської системи, розглядався як сукупний кредитний ресурс України, аналізувались його складові частини. При темпах знецінення національної валюти, що перевищують 30% на рік (за інших рівних обставин), національна банківська система не стане бажаним середовищем для збереження заощаджень, відношення сукупних кредитних ресурсів до ВВП знижуватиметься. Розраховано, що забезпеченість економіки ресурсами, мобілізованими національною банківською системою, досягне мінімального рівня, характерного для розвинутих країн (0,5) при помірних темпах знецінення валютного курсу (від 5 до 10% на рік) за період від 10 до 23 років, при темпах знецінення національної валюти від 10 до 20% на рік - цей процес може продовжитись до 30-40 років за інших рівних обставин.

Таблиця 1.

Грошові нагромадження, темпи інфляції, динаміка валютного курсу і реальні процентні ставки за депозитами у постсоціалістичних країнах в 1993-96 рр.

Країна	Монети-з ація ВВП	Темпи інфля- ції	Темпи знецінення національної	Реальна процентна ставка
--------	-------------------------	------------------------	-------------------------------------	--------------------------

			валюти до долара США	за темпами інфляції, % річних	за валютним курсом, % річних
Чехія	0,82	9,00	1,40	-2,0	9,3
Словаччина	0,69	10,71	2,35	-1,8	6,3
Угорщина*	0,48	22,96	18,36	-0,4	3,5
Польща	0,36	29,09	15,88	2,9	14,3
Словенія	0,34	18,27	9,68	3,6	11,7
Латвія	0,28	42,94	-9,78	-11,8	39,2
Литва	0,24	97,74	1,49	-36,4	23,6
Росія**	0,20	263,42	91,47	1,5	70,3
Україна	0,10	63,00	22,00	-10,9	18,8

*1993-95 рр.; ** 1995-96 рр.; *** 1995-97 рр.

Фундаментом грошової системи є виключно банківський капітал. При переході від адміністративно-командної до ринкової економіки проблема достатності капіталу банківської системи, що формується, є актуальною для більшості країн. Реформа банківської системи полягала не стільки у приватизації банків, скільки у забезпеченні їх достатніми капіталами для роботи у ринковому середовищі. Проблема недостатності банківського капіталу в Україні була ускладнена інфляційним фактором. Внаслідок інфляційного знецінення банківського капіталу його реальна величина, в порівнянні з базовим 1992 р., на початок 1998 р. практично не зростає.

Висока реальна процентна ставка є необхідним інструментом і одночасно наслідком ортодоксальної антиінфляційної політики, вона діє як фактор підвищення попиту на національні гроші. Пошук так званих неемісійних джерел кредитування базувався на хибних припущеннях про “надлишкову готівкову масу” в обігу та надмірну “доларизацію” економіки. Не знайдено достатніх доказів на користь слушності цих міркувань, навпаки у роботі вони спростовуються. Забезпеченість готівкою в Україні є однією з найнижчих у світі в абсолютному та відносному (готівка як частка річного доходу) вимірах. Валютні активи банківської системи в відношенні до місячних обсягів імпорту також є найнижчими серед постсоціалістичних країн. На рівень облікової ставки впливають об’єктивні чинники, що не дає змоги встановлювати облікову ставку, виходячи лише з очікуваних темпів інфляції. Сформульоване у роботі рівняння дає змогу визначити рівень облікової ставки, потрібний для подолання значних короткострокових коливань (при відхиленні динаміки валютного курсу та цін від орієнтирів більш ніж на 10% річних) на грошовому і валютному ринку: при утриманні реальної облікової ставки на рівні 40-50% річних спостерігається яскраво виражений стабілізаційний ефект.

“Доларизація” готівкового грошового обігу дійсно має місце. В Україні автономно функціонують легальний і тіньовий грошовий ринки, взаємодія між якими практично відсутня (це пояснюється високими комісійними винагородами при трансформації готівкових грошей у безготівкові). Фактична грошова маса, що обертається в межах України, значно перевищує її легальну частку. Як свідчить досвід латиноамериканських країн, проблема об'єднання усіх заощаджень на єдиному грошовому ринку вирішується дуже повільно, така “доларизація” є хронічним явищем. Процентна політика в цьому разі взагалі безсила, тому що процентні ставки в іноземній валюті коливаються автономно. Пріоритетною ставкою повинна бути процентна ставка за депозитами у гривні, реальна доходність за якими має підтримуватись на порівняно вищому рівні.

Здійснене у роботі визначення щільності зв'язку процентних ставок за кредитами і депозитами з обліковою ставкою НБУ дало змогу зробити оцінку ефективності процентної політики НБУ з точки зору її впливу на процентні ставки мікрорівня. За допомогою розрахунку граничної кредитної ставки, яка за своєю сутністю є собівартістю банківського кредиту, проводиться пошук інших, крім облікової ставки НБУ, факторів впливу на кредитну ставку. Проблема високих кредитних ставок в Україні не стане хронічною при збереженні стабільності гривні. Розроблена методика розрахунку граничних процентних ставок по кредитах може бути використана для оцінки ефективності процентної політики НБУ. Процентна ставка за кредитами виробничому сектору змінюється прямо пропорційно до змін собівартості кредитних ресурсів (з лагом в 1 квартал), що свідчить про опосередкований вплив на неї з боку процентної політики НБУ; кредитна премія (як перевищення фактичної процентної ставки за кредитами над граничною) знижується набагато повільніше: процес її врівноваження (до рівня у 5-10 процентних пунктів, характерного для інших країн з ринковою економікою) перебуває в прямій залежності від тривалості фінансової стабільності та вірогідності зростання облікової ставки, викликаного зростанням бюджетного дефіциту або дефіциту платіжного балансу.

ВИСНОВКИ

1. Нагромадження грошового капіталу і збереження його реальної вартості можливе у межах національної банківської системи лише при низьких темпах інфляції. Вища реальна процентна ставка сприяє зростанню заощаджень у формі безготівкових рахунків у банках. Негативні реальні процентні ставки паралізують мобілізацію заощаджень на балансах фінансових посередників (заощадження набувають нераціональних форм :готівкових резервних валют, надлишкових товарних запасів). Якщо національна

банківська система не є бажаним середовищем для зберігання заощаджень, то в умовах лібералізації міжнародних валютних і фінансових відносин такий стан справ вимагає вищого проценту як єдиного можливого інструменту формування попиту на національні фінансові активи.

Дефіцит грошей, характерний для перехідних економік, неможливо подолати штучно, за допомогою адміністративного зниження номінальних процентних ставок. Це жодним чином не викличе зростання доходу у довгостроковій перспективі (воно може лише збагатити тих, хто першим отримає доступ до кредиту) і не розширить пропозицію ресурсів. Проведення політики “дешевих грошей” в умовах перехідної економіки з приватним банківським сектором є недоцільним.

2.Процентна політика центрального банку у перехідній економіці має спрямовуватись на досягнення реального приросту грошових вкладень у національну банківську систему та забезпечення стабільності національної грошової одиниці:

* при реальній процентній ставці за депозитами (валютна доходність) понад 15 % річних зростання цін призупиняється незалежно від того, як встановлювалась процентна ставка - нормативним чи ринковим методом;

* політика прямого процентного регулювання може бути ефективною. лише при збереженні державного контролю над банківським сектором та, якщо встановлений рівень кредитної процентної ставки (у реальному вираженні) буде помірно позитивним (Угорщина, Чехія, Корея, Тайвань).

3.Практичні напрямки розв'язання проблеми обмеженості банківських кредитних ресурсів і неінфляційного зниження реальної процентної ставки в Україні полягають у:

* запровадженні безготівкових розрахунків серед населення. Ця теза є загальновідомою, але такий сектор банківських послуг все ще перебуває в зародковому стані. Виконання цього завдання потребує значних капітальних вкладень у банківський сектор, який не має джерел для самофінансування в значних обсягах;

* зміні порядку оподаткування доходів громадян - запровадження ощадних рахунків для акумуляції персональних заощаджень, звільнення заощаджуваної частини доходу від оподаткування;

* встановлення не процентних, а нормованих (у фіксованих сумах на кожного працівника) нарахувань на заробітну плату, що підвищуватиме попит на національну валюту й сприятиме зростанню обсягів доходів, отриманих у гривні;

* подовженні терміну дії такої податкової пільги (Декрет КМУ “Про оподаткування доходів фізичних осіб”) як звільнення від оподаткування процентних доходів закладами фізичних осіб;

* створення реального механізму захисту ощадних вкладів населення у разі банкрутства комерційних банків;

* запровадження інвестиційних рахунків для суб’єктів господарської діяльності, на які б зараховувались кошти для здійснення майбутніх капіталовкладень за рахунок зменшення податкових зобов’язань з внесенням відповідних змін до Законів України “Про оподаткування прибутку підприємств” та “Про податок на додану вартість”. Якщо доходи акумулюються автономно (ухилення від оподаткування набуло всіх ознак загальнодержавної проблеми), то краще, щоб вони акумулювались на рахунках національної банківської системи України, а не поза її межами. У цьому випадку приріст кредитних ресурсів дасть змогу компенсувати зростання бюджетного дефіциту за рахунок зниження процентних ставок за операціями у гривні.

4. Фактори відносної достатності грошей (відношення грошової маси до ВВП) і забезпеченості цих грошей банківським капіталом діють на внутрішню процентну ставку (це є джерела ресурсів). Динаміка процентної ставки в Україні узгоджується з теоретичними узагальненнями, характерними для країн з перехідною економікою. Рівень грошових нагромаджень (табл.1) відносно ВВП (біля 0,1) в Україні набагато нижчий, ніж у колишніх соцкраїнах (біля 0,43), що є результатом набагато вищих середньорічних темпів інфляції в перехідний період. Чим вищими були у минулому темпи інфляції, тим вища процентна ставка буде сьогодні. Аналогія з країнами, що мають схожі макроекономічні характеристики, дає змогу очікувати зростання внутрішнього кредиту і, відповідно, грошової маси до рівня, що відповідає монетизації ВВП на рівні 0,4 - 0,5). Опосередковано слід очікувати зниження реальної процентної ставки та звуження діапазону її коливань. Позитивний рівень реальної процентної ставки є одним з цільових орієнтирів грошово-кредитної політики НБУ. Такий концептуальний підхід є вірним. У роботі зроблено спробу кількісного визначення бажаних меж, у яких повинна знаходитись облікова ставка в конкретних економічних умовах (описано системою нерівностей, яка визначає ці межі). Запропоновані положення можуть бути використані при подальшій розробці механізму процентного регулювання. Для розрахунку межі облікової ставки можна запропонувати таку формулу (без урахування оподаткування процентного доходу) :

$$IR_n > [(1 + dQ) * (1 + ID_r) - 1] * (1 - N), \text{ де}$$

dQ - очікувані темпи зміни валютного курсу (національної грошової одиниці за одиницю іноземної валюти); ID_r - орієнтовна реальна депозина ставка ; IR_n -

фактична облікова ставка як базова для розрахунку номінальної; N - норма обов'язкового резервування.

Враховуючи можливості НБУ щодо контролю за динамікою валютного курсу, неважко визначити величину IR_n , як припустиму мінімальну ставку, при якій попит на вклади в національній валюті (з точки зору заінтересованості вкладників) залишатиметься стабільним. Захист інтересів вкладників є важливою ланкою, вилучення якої може розірвати ланцюжок грошово-кредитних відносин (банківська паніка є достатньою передумовою нової гіперінфляції та валютного буму).

Позитивний рівень реальної облікової ставки та зростання ресурсної бази банківської системи (не номінальне, а реальне) - є головними критеріями ефективності процентної політики. Підтримання позитивної реальної облікової ставки повинно залишатись необхідною складовою частиною процентної політики, при цьому орієнтації на минулі темпи інфляції недостатньо. Додаткові вимоги щодо рівня облікової ставки можуть бути виконані з достатньою точністю з урахуванням прогнозованої динаміки валютного курсу та визначеного рівня реальної процентної ставки за депозитами (як пріоритетної в системі процентних ставок). Намагання вплинути на кредитну процентну ставку за допомогою зниження облікової ставки не дає практичних результатів і є, по суті, боротьбою з наслідками, що витікають із невдалої економічної політики. Головним висновком є висновок про небезпечність зниження номінальної облікової ставки під гаслом про "підтримку вітчизняного товаровиробника".

Результати процентної політики в Україні є двозначними : стабілізація динаміки цін стала реальністю завдяки стримуючому впливу високої реальної облікової ставки; достатніх інвестиційних ресурсів національна банківська система за період дії високої реальної ставки не залучила, що пояснюється малою тривалістю самого періоду стабільності..

Принципом процентної політики має бути визначення очікуваної депозитної ставки з урахуванням прогнозованих темпів падіння валютного курсу гривні (очікувана реальна ставка, обчислена за таким методом, повинна забезпечувати вкладнику збереження валютної вартості вкладу та доходність) як базової ставки. Депозитну ставку, що базується на очікуваній динаміці валютного курсу, необхідно враховувати як коригуючий фактор при визначенні облікової ставки.

Забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності гривні - це головна мета діяльності НБУ. Ринкова процентна ставка - лише проміжний орієнтир. Її рівень неможливо знизити штучно нормативними рішеннями чи адміністративними заходами. Зниження облікової ставки можливе лише до певних меж. Можна не погоджуватись з монетаристами стосовно здатності процентної ставки до саморегулювання (в умовах ринкової економіки, що

формується в Україні особливо), але їх теза про те, що намагання центрального банку досягти бажаного рівня саме цього показника - це дестабілізуючий фактор, є правильним принципом процентної політики. Виняток з цього правила - це країна, яка має надлишкові валютні резерви і може дозволити собі проведення активної, стимулюючої процентної політики. Концепції процентного регулювання, у яких це положення ігноруватиметься, не відповідатимуть інтересам поступового розвитку національного фінансового ринку і пропозиції ресурсів для розвитку економіки. Розуміння того, що висока процентна ставка є наслідком як фінансової нестабільності в минулому, так і економічної стагнації сьогодні, є визначальним для розробки механізму впливу на динаміку реальної процентної ставки у перспективі

ПУБЛІКАЦІЇ ЗА ТЕМОЮ

1. Зимовець В.В. Процентна ставка у перехідній економіці.- Київ: Інститут економіки НАНУ.- 1998.- 127 с.

2. Формування ринкових регуляторів в перехідній економіці України / Кононенко В.І., Шаблиста Л.М., Шевченко Л.І. та інші. - К.: Інститут економіки НАН України.- 1996. – 164 с. (автора – С.69-80).

3. Зимовець В.В. Зарубіжний досвід регулювання процентної ставки // Проблеми використання світового досвіду державного регулювання економіки. - К.: Інститут економіки НАН України.- 1997. – С.94-107.

4. Зимовець В.В. Попит населення на фінансові активи і процентна ставка // Фондовий ринок.- 1998.- №22.-с. 35-36.

5. Зимовець В.В. Сукупний банківський кредит та дисконтна ставка в перехідний період // Економіка України.- 1998.-№7.-с.29-37.

6. Зимовець В.В. Оцінка майбутнього рівня базової процентної ставки// Фондовий ринок.- 1998.- №24.

АНОТАЦІЯ

Зимовець В.В. Процентна ставка та інфляція в перехідній економіці України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01 - Фінанси, грошовий обіг і кредит.- Інститут економіки НАН України, Київ 1998.

Дисертацію присвячено питанням взаємодії процентної ставки і темпів інфляції в перехідній економіці України. Узагальнено існуючі теоретичні

підходи, проведено їх перевірку на статистичних даних за групами країн. Процентну ставку розглянуто як індикатор ступеню розвитку грошової системи. Встановлено щільність і форму зв'язку реальної процентної ставки з динамікою грошових агрегатів, валютного курсу, реального ВВП. Запропоновано методики визначення впливу процентної політики на ставки мікрорівня, діапазону припустимих коливань облікової ставки в умовах обмеженості грошових ресурсів. Встановлено залежність динаміки реальної процентної ставки на всіх рівнях від тривалості фінансової стабільності.

Ключові слова: процентна ставка, інфляція, перехідний період, грошова маса, ВВП, заощадження, валютний курс, банківська система.

АННОТАЦИЯ

Зимовец В.В. Процентная ставка и инфляция в переходной экономике Украины – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01 Финансы, денежное обращение и кредит.- Институт экономики НАН Украины, Киев, 1998.

Диссертация посвящена вопросам взаимодействия процентной ставки и темпов инфляции в переходной экономике Украины. Обобщены существующие теоретические подходы, проведено их проверку на статистических данных по группам стран. Процентная ставка рассматривается как индикатор уровня развития денежной системы. Установлена плотность и форма связи реальной процентной ставки с динамикой денежных агрегатів, валютного курса, реального ВВП. Предложены методики определения влияния процентной политики на ставки микроуровня, диапазон допустимых колебаний учетной ставки в условиях ограниченности денежных ресурсов. Установлена зависимость динамики реальной процентной ставки на всех уровнях от длительности финансовой стабильности.

Ключевые слова: процентная ставка, инфляция, переходный период, денежная масса, сбережения, валютный курс, банковская система.

ANNOTATION

Zymovets V.V. Interest Rate and Inflation: the case of Ukrainian Economy in Transition – Manuscript.

Thesis for candidate's degree by speciality 10.00.04. The Finance, Money Circulation and Credit - The Economics Institute, National Academy of Sciences of Ukraine, Kyiv, 1998.

The thesis deals with the problem of interaction between interest rate and inflation in the Ukrainian economy in transition. The existing theoretical approaches have been used while tested with recent statistical data on country groups. The interest rate has been regarded as an indicator of monetary system's level of development. The intensity and the form of correlation of real interest rate with the monetary aggregates dynamics, the exchange rates and the real GDP has been determined. The methods of determination of the discount policy influence on interest rates of microlevel, the proper volatility of the discount rate under the money resources deficit conditions are proposed. The correlation of the all-level types of interest rate with the financial stability duration is stated.

Key words: interest rate, inflation, transition period, monetary aggregate, GDP, savings, exchange rates, banking system.