

## Вплив підвищення ефективності фондового ринку України на вартість кредитних ресурсів

Ірина Ігорівна Бардин,

здобувач,

асистент кафедри міжнародних економічних відносин  
Львівської комерційної академії

**Анотація.** Незважаючи на проведені в останні роки Національним банком України заходи щодо зниження процентної ставки, вартість кредитних ресурсів залишається високою – на рівні 16–18% у номінальному і реальному вимірах (з урахуванням екстремально низької інфляції).

Традиційно чинниками високої процентної ставки називають: високе інфляційне навантаження, очікування девальвації національної грошової одиниці та високий рівень премії від ризику.

Проведене емпіричне дослідження методом оцінювання векторної авторегресії (англ. Vector Autoregression – VaR) за місячними даними 2000–2013 рр. підтвердило вплив зростання індексів фондового ринку на промислове виробництво, а також привертає увагу до прямої залежності між зростанням фондового ринку і зниженням вартості кредитних ресурсів.

Таким чином, якнайшвидше відновлення позитивної динаміки фондового ринку слід вважати своєчасним «ключем» до розв'язання проблеми зниження процентної ставки в Україні.

**Ключові слова:** процентна ставка, фондовий ринок, індекс промислового виробництва.

**Постановка проблеми.** Для відновлення зростання економіки України необхідним елементом є «перезавантаження» інвестиційних процесів, які стримуються високою вартістю кредитних ресурсів. З цією метою НБУ протягом 2012 року активно застосовував важелі процентної політики [1, с. 3–4].

На жаль, так і не було отримано очікуваного ефекту – вартість кредитних ресурсів лише незначно знизилася (рис. 1).

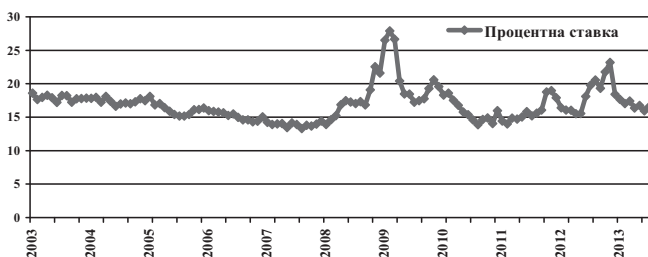


Рис. 1. Процентна ставка за кредитами в Україні, 2003–2013 рр.

Примітка. Розраховано за даними НБУ

Перешкодою зниження процентної ставки і підвищення ефективності кредитних відносин в Україні вважаються уповільнення економічного зростання (це зменшує можливості для заощаджень), інфляційні та девальваційні очікування, непрозорість кредитних відносин, недостатність якісних довгострокових фінансових ресурсів, високий рівень ризику, неузгодженість інтересів учасників кредитного процесу, недостатня довіра до банків, витіснення приватних позичальників державними запозиченнями, нерозвиненість фінансового ринку [7, с. 94–107; 8, с. 3–19; 6, с. 54–65; 1, с. 3–6].

Останній із чинників заслуговує на підвищену увагу, адже дозволяє знизити процентну ставку за умови високого боргового навантаження державного і

приватного секторів та супутніх несприятливих очікувань макроекономічної нестабільності. Відповідну можливість зауважила О. Щербакова, яка привертає увагу до використання цінних паперів як інструменту ліквідної застави, що повинно призвести до одночасного зниження вартості кредитних ресурсів і позитивної кредитної активності. Можна сподіватися, що результуюче збільшення інвестицій матиме сприятливий вплив і на динаміку ВВП, і на заощадження, що лише підсилить низхідний (спадний) тренд процентної ставки.

**Метою статті** обрано дослідження впливу підвищення ефективності фондового ринку України на вартість кредитних ресурсів. Для цього вирішено низку завдань: проведено аналіз останніх досліджень, запропоновано теоретичні механізми взаємодії досліджуваних елементів, охарактеризовано вихідні дані та обрану методологію дослідження, а також представлено отримані результати. Статтю завершено стислими висновками і пропозиціями.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Раніше неодноразово зазначалося, що фондовий ринок є стратегічно важливою галуззю економіки України у створенні фінансового механізму для запуску інвестицій у промисловість [5, с. 26–29], послабленні жорсткості впливу умов торгівлі на економічне зростання, підтримці диверсифікації індустріальної бази, посиленню дієвості експортноорієнтованої моделі економіки [6, с. 54–65], має опосередкований вплив на норму прибутку в економіці, обмінний курс і вартість запозичених ресурсів [11, с. 10–14]. Безпосередньо чи опосередковано зазначені механізми мають стосунок до зв'язку між фондовим ринком і процентною ставкою. Попри неодноразові звертання до відповідної тематики, у вітчизняній економічній літературі до сьогодні немає прикладного дослідження взаємозв'язку між фондовим ринком і процентною ставкою, яке на-



дало б вичерпну відповідь на питання щодо напрямку та амплітуди відповідного впливу<sup>1</sup>.

Можна погодитися, що антиінфляційний вплив фондового ринку підсилюється за умови припливу капіталу, як це зауважено для реалій вітчизняної економіки [3, с. 69–77; 11, с. 10–14]. Проте рівень розвитку фінансового сектору в Україні неадекватний потребам зростаючої економіки через низький рівень концентрації фінансових ресурсів і диверсифікації фінансових інструментів [6, с. 54–65], такий слаборозвинений і неефективний ринок унеможливорює належну інвестиційну активність [16, с. 47]. Іншим вагомим стримувальним чинником слугує спекулятивний характер вітчизняного ринку акцій [10, с. 44–50; 11, с. 10–14], що передбачає високу премію від ризику, яка, у свою чергу, підвищує процентну ставку. Як наслідок, український ринок цінних паперів сьогодні виконує лише роль своєрідного індикатора політичних та економічних подій у країні [5, с. 26–29]. При цьому спостерігається високий рівень залежності від стану світової економіки [9, с. 125–138; 11, с. 10–14], попри недостатній рівень інтегрованості зі світовими фондовими ринками [4, с. 130–136]. Не відкидаючи загальних міркувань щодо функціонування вітчизняного фондового ринку з погляду впливу на процентну ставку, важливим видається обслуговування внутрішнього державного боргу і запобігання використанню його емісійного покриття [10, с. 44–50; 11, с. 10–14].

**Теоретичне пояснення.** Можливий зв'язок між розвитком фондового ринку і зниженням процентної ставки реалізується через механізми застави та заощаджень, тоді як збільшення обсягів кредитування може мати протилежний вплив. Хоча зазвичай у практиці промислових країн позбавлення фондового ринку призводить до збільшення сукупного попиту і підвищення процентної ставки, тоді як низька процентна ставка може сприяти «переливанню» фінансових ресурсів на ринок цінних паперів. Однак для вітчизняних реалій більш реалістично виглядає дещо інша послідовність подій (рис. 2).

Головним інструментальним чинником зниження процентної ставки і зростання фондового ринку стає гарантування якості застави, яке сприяє акумуляції довгострокових фінансових ресурсів і рефінансуванню банківських установ. Надалі здешевлення кредитних ресурсів сприяє збільшенню обсягів виробництва і має два важливі наслідки. По-перше, відбувається збільшення заощаджень, що створює додатковий тиск у бік зниження процентної ставки. Зниження вартості кредитних ресурсів є одним із визначальних чинників зростання доходу, в міру зростання якого збільшується частка заощаджень у ВВП. По-друге, прискорення темпу зростання ВВП зазвичай підсилює динаміку фондових індексів, що згідно із запропонованою схе-

мою розвитку подій додатково підсилює тенденцію до зниження процентної ставки<sup>2</sup>.

Таким чином виникає сприятливий самопідтримувальний причинно-наслідковий зв'язок між фондовим ринком і процентною ставкою. Зростання динаміки ВВП, спричинене зниженням процентної ставки, забезпечує створення і нарощення інвестиційної бази, що суттєво підвищує динаміку фондових індексів і є важливою умовою розвитку фондового ринку [4, с. 130–136].



Рис. 2. Механізм впливу зростання фондового ринку на процентну ставку в Україні

Примітка. Власна розробка

Порівнюючи з розвиненими промисловими країнами, де відсутні інституційні проблеми, в Україні цінні папери виступають джерелом надійної та ефективної застави, що слугує гарантією при отриманні кредитів підприємницькими структурами та рефінансуванні НБУ комерційних банків [1, с. 3–6]. При цьому кошти рефінансування замість джерела надання дешевих кредитних ресурсів стають дієвим методом тимчасової підтримки ліквідності банку в екстрених ситуаціях [13, с. 173–177]. Такий механізм забезпечує надійність банківського сектору, а відповідно збільшення обсягів кредитування реального сектору економіки, що сприяє планомірному зниженню процентної ставки.

**Вихідні дані та методологія.** Для дослідження взаємного впливу процентної ставки за кредитами (RD) і депозитами (RL), розвитку фондового ринку (SHARE) і промислового виробництва (INDSA) використано місячні дані за 2000–2013 рр. Для емпіричної оцінки використано метод векторної авторегресії (англ. Vector Autoregression – VaR), що дозволяє враховувати ендогенність усіх елементів у системі, де кожна змінна залежить від всіх інших. Крім цього, метод дозволяє визначити вагомість їхнього взаємного впливу, щоб повніше оцінити дієвість окремих функціональних зв'язків [17, с. 125–150].

<sup>2</sup> На сьогодні визначальним фактором, що унеможливорює формування заощаджень, є низький рівень доходів українців та їх різка диференціація. Розв'язання проблеми полягає в забезпеченні зростання реальних доходів населення в поєднанні зі зниженням частки тіньового доходу [15, с. 35–43].

<sup>1</sup> Емпіричні дослідження для розвинених країн і тих, що розвиваються, підтверджують значний обернений зв'язок між процентною ставкою і курсом акцій на фондових ринках, а для шести досліджуваних країн виявлено сильну залежність зміни процентної ставки від змін курсів акцій, і навпаки. Виявлений зв'язок стійкий лише в короткотерміновій перспективі, а його статистична значущість виявлена для розвинених фондових ринків [16, с. 43–51].



**Отримані результати.** Результати емпіричних оцінок (рис. 3) підтверджують висунуту нами гіпотезу. Виразно помітно обернену залежність від зростання фондового ринку вартості кредитних ресурсів як за кредитами, так і за депозитами. Підвищення індексу

акцій позначається незначним зниженням процентної ставки за депозитами. При цьому декомпозиція залишків становить близько 1%, що не може розглядатися визначальним чинником формування депозитної ставки в Україні.

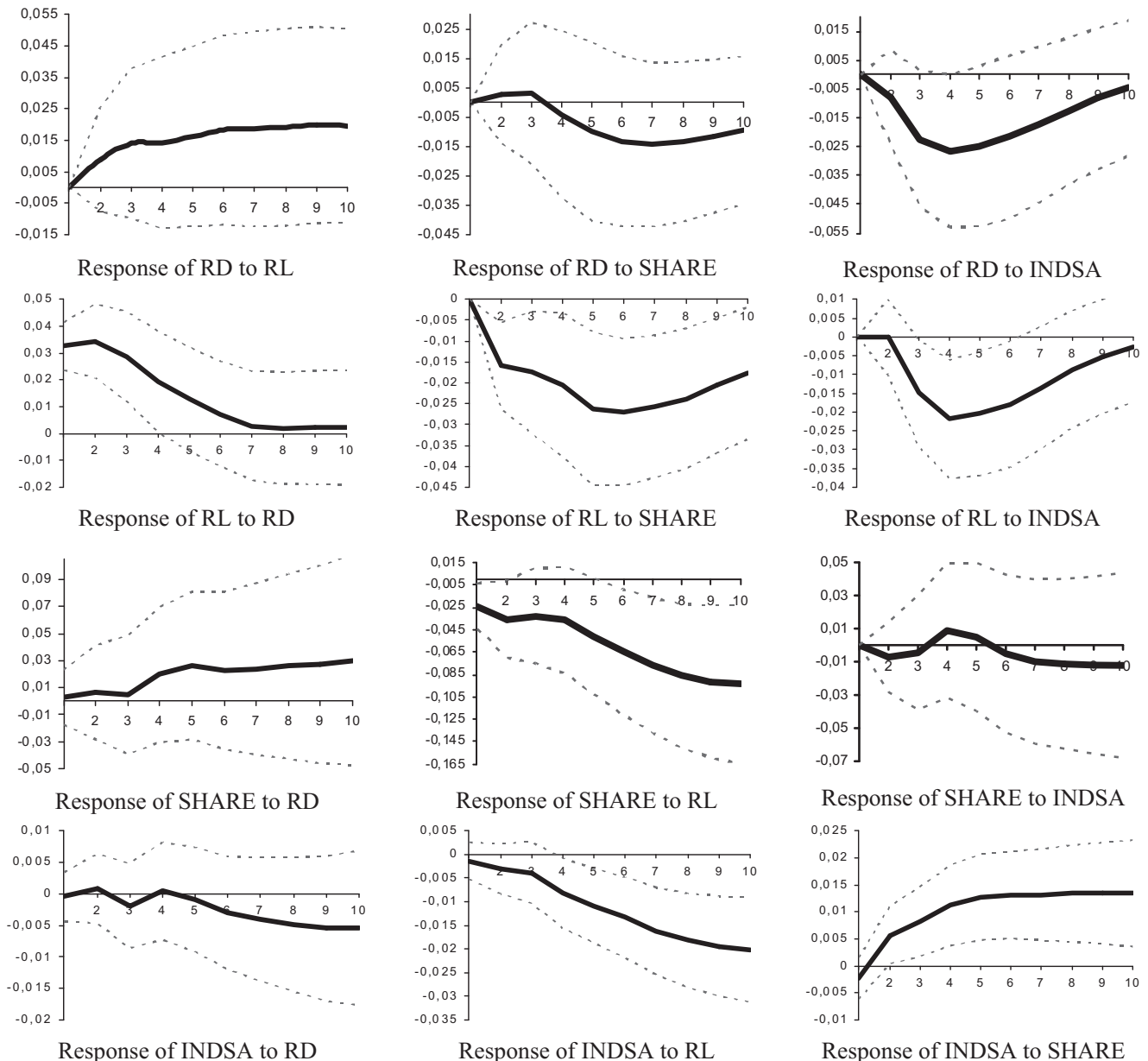


Рис. 3. Імпульсні функції для процентної ставки за кредитами і депозитами, фондового ринку і промислового виробництва

Примітка. Власні розрахунки

Більш цікавим видається отриманий результат щодо процентної ставки за кредитами. Вплив зростання фондового ринку позначається зниженням кредитної ставки на 0,16 пп із лагом в один місяць і підсиленням ефекту до 0,27 пп ще через чотири місяці. Важливо, що вага в декомпозиції залишків процентної ставки за кредитами набагато вища, ніж у разі ставки за депозитами, і становить 20% (табл.).

Зворотна залежність індексів фондового ринку від процентної ставки має місце, проте з меншим показ-

ником. Фондовий ринок України реагує на підвищення вартості кредитних ресурсів зі значним часовим лагом і коефіцієнтом 0,1 пп.

Визначальним є вплив процентної ставки на індекс промислового розвитку. Виразно помітно, що обернений зв'язок між зазначеними показниками відбувається зі значним часовим лагом, а зростання вартості кредитних ресурсів в Україні на 1 пп знижує темпи розвитку промисловості на 0,2 пп. При цьому декомпозиція залишків досліджуваних показників становить 30%.



Таблиця  
Декомпозиція залишків залежних змінних

Залежна змінна	Реакція на зміни	Часовий горизонт		
		6	12	18
Процентна ставка за кредитами (RD)	RL	2,47	5,64	6,16
	SHARE	0,7	1,74	1,79
	INDSA	5,4	5,12	5,2
Процентна ставка за депозитами (RL)	RD	23,5	16,8	15,8
	SHARE	15,4	21,8	22,08
	INDSA	9,26	7,92	7,43
Індекс фондового ринку (SHARE)	RD	1,31	2,63	5,95
	RL	8,69	21,02	24,19
	INDSA	0,16	0,37	0,81
Індекс промислового виробництва (INDSA)	RD	0,49	2,21	1,94
	RL	12,75	35,89	43,88
	SHARE	18,49	22,72	23,39

Примітка. Власні розрахунки.

**Висновки і пропозиції.** Головний висновок полягає в тому, що зростання фондового ринку України матиме сприятливий вплив на зниження вартості кредитних ресурсів і створить передумови для зростання ВВП, навіть в умовах сучасних макроекономічних дисбалансів.

На жаль, залишається ряд інституційних проблем і прогалин у функціонуванні ринку цінних паперів України, який на нинішній день залишається лише оболонкою без належного дієвого наповнення.

При цьому, за умови належного використання процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, управління процентними ставками може стати вагомим чинником ефективного розвитку фондового ринку України. Унаслідок цільового зниження процентних ставок ринок цінних паперів акумулюватиме вільні фінансові ресурси і залучатиме міжнародних інвесторів.

#### Список використаних джерел

1. Щербак О. Монетарна політика та її цільові орієнтири в 2012 році // Вісник НБУ. – 2013. – № 6. – С. 3–6.
2. Богоявленський О. В. Розвиток фінансового посередництва як фактор оптимізації інвестиційної поведінки населення // Зовнішня політика: економіка, фінанси, право. – 2013. – № 2. – С. 110–114.
3. Михайловська П. О. Регіональні диспропорції основних сегментів фінансового ринку України // Зовнішня політика: економіка, фінанси, право. – 2012. – № 6. – С. 69–77.
4. Сидоренко П. О. Роль збалансованого розвитку міжнародних фондових ринків у системі сучасних світогосподарських відносин // Зовнішня політика: економіка, фінанси, право. – 2012. – № 6. – С. 130–136.
5. Франченко О. Л. Використання заощаджень населення в інвестування економіки країни через структури фондового ринку // Економічний часопис – XXI. – 2010. – № 9–10. – С. 26–29.
6. Карлін М. Проблеми функціонування фінансового ринку та інвестиційна безпека України / М. Карлін, О. Івашко // Банківська справа. – 2012. – № 3. – С. 54–65.
7. Мних Є. Аналіз розвитку кредитних відносин суб'єктів господарювання в Україні та можливості їх удосконалення / Є. Мних, В. Беякова // Банківська справа. – 2013. – № 7. – С. 94–107.
8. Науменкова С., Міщенко С. Розвиток кредитування у посткризових умовах // Банківська справа. – 2013. – № 1.
9. Поліщук О. А. Фондовий ринок України в умовах глобалізації / О. А. Поліщук, О. А. Сьомченков // Збірник наукових праць ВНАУ. – 2012. – № 4 (70). – С. 125–138.
10. Ткаченко С. Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 8. – С. 44–50.
11. Чемодуров О. Розвиток фондового ринку в умовах кризи // Вісник НБУ. – 2010. – № 12. – С. 10–14.
12. Uddin M. G. S., and Alam M. M. The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange // South Asian Journal of Management Sciences. – 2007. – Vol. 1 (2). – P. 123–132.
13. Башнянин Г. І. Проблеми рефінансування банків у після кризовий період / Г. І. Башнянин, В. А. Сидоренко, М. Б. Люлик // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.12. – С. 173–177.
14. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія і практика: Підручник. – 2-ге вид. – К.: Знання, 2008. – 663 с.
15. Гапонюк М. Інститути спільного інвестування в системі факторів ощадної активності населення України // Журнал європейської економіки. – 2011. – № 1. – С. 34–42.
16. Alam M. M., and Uddin M. G. S. Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries // International Journal of Business and Management. – 2009. – Vol. 4. – No. 3. – P. 43–51
17. Kirchgässner G., Wolters J. Introduction to Modern Time Series Analysis: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2007. – 276 p.

**Summary.** The cost of credit remains high in nominal and real terms (taking into account the extremely low inflation), though the National Bank of Ukraine conducted the measures of interest rate reducing. Traditionally the high interest rate factors are: high inflation burden, expectations of the devaluation of the national currency and a high level of risk premium. The empirical research conducted by method of evaluating vector autoregression for monthly data 2000–2013 confirmed the impact of rising stock market indices on industrial production. It also proves the direct correlation between the growth of the stock market and lower cost of credit resources. Fast recovery of positive dynamics of the stock market should be considered the «key» to solving the problem of Ukrainian interest rates in declining.

**Keywords:** interest rate, stock market, industrial production index.