

## ФЕНОМЕН ЕКСТРЕМАЛЬНО ВИСОКОЇ ПРОЦЕНТНОЇ СТАВКИ В УКРАЇНІ 2011-2012 РР.: НЕДОЛІКИ СТАБІЛІЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ЧИ ЕЛЕМЕНТ ПЕРЕДВИБОРЧОЇ СТРАТЕГІЇ?

***Анотація.** У статті досліджено передвиборче (2011–2012 рр.) підвищення вартості кредитних ресурсів в Україні. Використовуючи місячні дані 2000–2012 рр., проведено емпіричні оцінки основних функціональних зв'язків. За допомогою відповідної фіктивної змінної виявлено локальний характер підвищення процентної ставки в 2011–2012 рр., що можна інтерпретувати ознакою політичної мотивації.*

**Ключові слова:** політичний цикл, процентна ставка, стабілізаційна політика, фільтр Ходріка–Прескота

Bardyn I.

## EXTREMELY HIGH INTEREST RATES IN UKRAINE OVER THE 2011–2012 PERIOD: FLAWED STABILIZATION POLICY OR ELEMENT OF THE ELECTION STRATEGY?

***Summary.** The pre-election rise of the interest rates in Ukraine is analyzed. The key functional relationships are empirically tested using the data from the 2000–2012 period. Using the appropriate dummy variable, it is proven that the latest increase in the interest rate in 2000–2012 could have been politically motivated.*

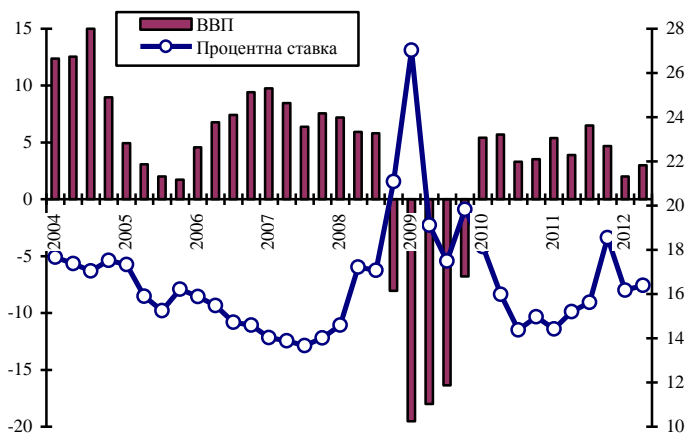
**Keywords:** political cycle, interest rate, stabilization policy, Hodrick–Prescott filter

### 1. Вступ

Зазвичай напередодні виборів процентна ставка знижується, що сприяє збільшенню споживчого попиту і таким чином підвищує електоральну підтримку діючої влади, як це неодноразово відбувалося в країнах Латинської Америки [7; 10, с. 22–27]. Динаміка відповідних показників в Україні у 2011–2012 рр. – напередодні чергових парламентських виборів – заперечує ці стандартні залежності (рис. 1). Вітчизняна процентна ставка стрімко зросла у IV кв. 2011 р. практично до рівня кризового 2009 р., потім дещо знизилася, але загалом залишилася вище значень середини 2010 р. – середини 2011 р. На перший погляд, такий тренд процентної ставки видається дещо парадоксальним, зокрема з точки зору стимулювання сукупного попиту напередодні виборів до Верховної Ради (жовтень 2012 р.), але насправді подібний підхід розвитку подій на грошовому ринку може мати логічне передвиборче пояснення.

Надмірне підвищення процентної ставки могло бути наслідком бажання уникнути передвиборчого знецінення гривні, як це трапилося у 1999 і 2004 рр. [10, с. 22–27; 9, с. 40–48], а також значною мірою ускладнило виборчу кампанію Ю. Тимошенко під час президентських перегонів 2010 р. У такій інтерпретації з осені 2011 р. НБУ, застосовуючи всі можливі засоби – включно з адміністративними обмеженнями, перейшов до обмеження грошової маси намагаючись запобігти передвиборчій спекулятивній “атаці” на гривню. Наслідком стало не лише природне для такої політики зменшення грошового “навісу” і скорочення валютних резервів (рис. 2), але й стрімке гальмування інфляції та підвищення номінальної і реальної процентних ставок.

Своєрідним побічним ефектом такої монетарної політики могло стати виразне гальмування динаміки ВВП. Зрозуміло, що в такій інтерпретації приймається значно більша вага чинника обмінного курсу в цільовій функції пересічного вітчизняного виборця порівняно з чинником ВВП, який зазвичай розглядається головним індикатором для виборців промислових країн, оскільки щільно корелює з показником безробіття.



**Рис. 1. Темп зростання ВВП (%) та процентна ставка (%), 2004–2012 рр.**

*Джерело: дані НБУ та МВФ*

Метою даного дослідження є з'ясування чинників надмірно високої вартості кредитних ресурсів в Україні, передусім у контексті стрімкого підвищення процентної ставки в 2011–2012 рр. Структура статті відповідає основним завданням, що необхідні для реалізації поставленої мети. У другому підрозділі розглянуто теоретичні аспекти політичного циклу (на українському прикладі), а в третьому – розкрито механізм впливу вітчизняних передвиборчих компаній на підвищення процентної ставки в Україні. У четвертому підрозділі представлено емпіричні оцінки регресійного аналізу. Основний висновок полягає в тому, що проведення передвиборчої кампанії 2011–2012 рр. справді могло позначитися підвищенням процентної ставки та скороченням валютних резервів, що зі свого боку стало наслідком стабілізації національної валюти як основного чинника максимізації електоральної підтримки.

## **2. Теоретичні передумови логіки політичного циклу в Україні**

Інструментальним чинником політичного циклу може стати асиметричність інформаційного обміну між політиками, які перебувають при владі, та суспільством, а також рівень компетентності уряду [1, с. 160–170]. Перманентні виборчі кампанії, що стали незмінним атрибутом вітчизняного політичного життя, загрожують деструктивним передвиборчим піаром [6, с. 4], який гальмує економічну динаміку на віддалену перспективу. Проте у короткочасному плані характерним стає переконливе економічне зростання (не виключено, що зі супутнім зниженням інфляції), яке широко рекламують ЗМІ, але на тлі погіршення макроекономічних фундаментів – збільшення дефіциту державного бюджету та погіршення сальдо поточного рахунку.

Переконливим прикладом такого розвитку подій слугує локальний спад виробництва в 2005 р., що став неунікним наслідком цілеспрямованої стабілізаційної політики,



**Рис. 2. Процентна ставка (%), грошова маса (% від рівноважного значення) та валютні резерви (млрд доларів) в Україні, 2004–2012 рр.**

Джерело: розраховано за даними НБУ та МВФ, IFS та Держкомстату України

покликаній нейтралізувати наслідки передвиборчої експансійної політики зразка літа–осені 2005 р. [5, с. 3]. Напередодні виборів зниження процентної ставки покликане сприяти підвищенню споживчого платоспроможного попиту, однак особливо небезпечне нарощування обсягів кредитування внаслідок зовнішніх запозичень або пільгових кредитів для фізичних і юридичних осіб. Таким стандартним уявленням про поведінку процентної ставки відповідає, наприклад, президентська кампанія 2009–2010 рр., а окремі автори саме з цим процесом пов’язують здешевлення кредитних ресурсів як у національній (з 19,6% у 2009 р. до 15,0% в 2010 р.), так і в іноземній валюті (з 12,7% до 12,2%) [7, с. 76–82]. Окрім збільшення обсягів кредитування, низька процентна ставка полегшує умови фінансування зростаючого дефіциту бюджету. Загалом передвиборче підвищення соціальних стандартів для слабо розвинених країн, де збідніле населення значно підвищує електоральну віддачу на “агітаційні” видатки [7], позначається післявиборчим прискоренням інфляції та “жахливою спадщиною” дефіциту державного бюджету [8, с. 7], як це спостерігалось в Україні до та після президентських виборів 2004 р.

Зрозуміло, що очікуваний сприятливий ефект від зниженої процентної ставки можна отримати лише за умови відсутності інфляційних ефектів від супутньої грошової емісії. Така вимога з необхідністю передбачає використання зовнішніх запозичень, як передумови збереження грошової стабільності. Це дозволяє уникнути короточасних проблем, але “зміщує” їх появу на майбутнє – вже після виборів. Приміром, “зупинка” інфляції в 1997 р. після збільшення емісії облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) створила надзвичайно вигідні передвиборчі умови, наслідком яких були проблеми з підтриманням обмінного курсу та виплатами по заробітній платі та пенсіях [10, с. 22–27]<sup>34</sup>. Подібним чином дочасні передвиборчі

<sup>34</sup> Така ситуація дуже нагадує архітектуру фінансової кризи 1994 р. у Мексиці, коли напередодні президентських виборів уряд інтенсивно позичав кошти в іноземній валюті на внутрішньому ринку (зокрема, головним інструментом стали валютні облігації – *tesobonos*), а Центральний банк стерилізував вплив капіталу з приватного сектора. Восени 1994 р. – вже після президентських виборів – низька

перегони 2007 р. відбувалися на тлі масових зовнішніх запозичень банківської системи, що дозволило знизити процентну ставку, але цього разу не обійшлося без підвищення інфляції, проте на цьому також спекулювали політики [6, с. 280–288].

Слід зауважити, що в 2006–2007 рр. висловлювалися припущення щодо можливого використання монетарної політики НБУ як чинника впливу на електоральну підтримку діючого уряду. За таких умов передвиборче зниження процентної ставки, тим паче на тлі прискорення інфляції, може бути елементом довгострокової стратегії, покликаної створити такі передумови для діяльності новообраної владної команди, що не лише унеможливить отримання нею очікуваних електоратом негайних позитивних результатів, але й створює підґрунтя для дострокових виборів. При значній інформаційній асиметрії коли дії, зокрема центрального банку, не прогноуються широким загалом або існує можливість несподіваної зміни архітектури монетарної політики, стають причиною використання політиками таких суттєвих “переваг”, як “перегрів” економіки, та спричиняють виникнення циклічних явищ в Україні. Тим більше цього слід очікувати у випадку статистичних маніпуляцій з макроекономічними даними [9], яке теж може використовуватися для підсилення електоральної підтримки діючої влади.

### 3. Механізми передвиборчого підвищення процентної ставки в Україні

Особливістю передвиборчої компанії 2011–2012 рр. стало не зниження процентної ставки, як цього можна очікувати від стандартних моделей політичного циклу, а якраз навпаки – подорожчання кредитних ресурсів. В принципі це мало б зменшити сукупний попит, знизити ВВП і збільшити безробіття, що навряд чи могло стати чинником підвищення електоральної підтримки. Очевидно, що відповідь на запитання “чому виникла потреба у такому значному підвищенні процентної ставки?” слід шукати або в несприятливих макроекономічних передумовах, або в альтернативних механізмах формування преференцій вітчизняних виборців. Одним з пояснень могло стати збільшення диференціалу внутрішньої і зовнішньої (світової) процентних ставок із метою залучення іноземних інвесторів на внутрішній ринок урядових боргових зобов’язань. Інше пояснення стосується підвищення процентної ставки як засобу профілактики передвиборчої спекулятивної “атаки” на грошову одиницю за “лекалами” осені 2004 р., що могло розглядатися набато більшою загрозою для електоральної підтримки діючої влади, ніж подорожчання кредитних ресурсів.

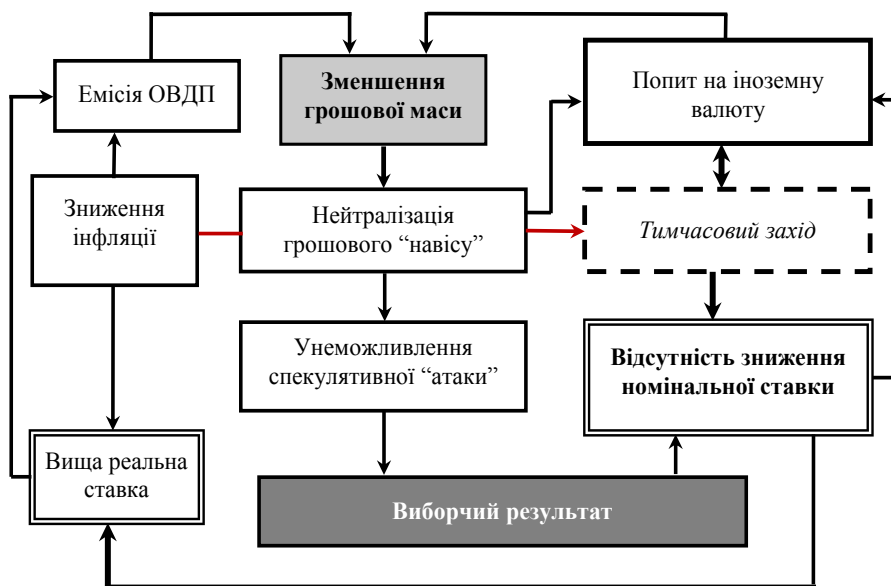
Відповідні міркування представлено на рис. 3. Підвищення процентної ставки стало наслідком скорочення пропозиції грошової маси у намаганні запобігти використанню гривневих активів для придбання іноземної валюти, яке, зі свого боку, могло мати ажіотажний характер і стати переконливим індикатором “недолугості” та некомпетентності діючої влади. Зменшення грошової маси стає корисним чинником зменшення грошового “навісу”. Відповідно виникають підстави для демонстрації компетенції діючої влади, як здатності “зберегти стабільність гривні”. Водночас така монетарна політика не передбачає зниження номінальної процентної ставки, а тим

---

несприятливих подій внутрішнього та зовнішнього походження, що підсилили вплив капіталу не залишила альтернатив для стрімкої девальвації мексиканського песо майже втричі. Подібний перебіг подій створює певні підстави для відмінної інтерпретації засадничих причин кризових явищ, однак важко заперечити інструментальний вплив надмірної урядової заборгованості, що мотивувалася бажанням підтримати переконливе “передвиборче” зростання ВВП. Оскільки мексиканська “піраміда” урядових запозичень виникла внаслідок збільшення емісії *tesobonos* до 30 млрд доларів США в 1993–1994 рр., саме ця подія вважається першопричиною кризових явищ [10].

паче — вартості кредитних ресурсів у реальному вимірі, оскільки нейтралізація грошового “навісу” веде до зниження інфляції. На зниження номінальної ставки тим більше не варто розраховувати, якщо зменшення “навісу” сприймається тимчасовою подією. В такому разі учасники грошового ринку очікують відновлення грошової емісії, а тому немає підстав для зниження процентної ставки.

Попит на іноземну валюту залежить від рівнодійної декількох чинників. Зрозуміло, що нейтралізація грошового “навісу” повинна обмежити попит на іноземну валюту. Однак дієвість такого зв’язку може послаблюватися очікуваннями відновлення грошової емісії. Так само попит на іноземну валюту лише зростатиме при значному перевищенні процентною ставкою рівноважного значення цього показника. Зазвичай надмірно висока різниця диференціалу внутрішньої і зовнішньої процентних ставок розглядається ознакою захисту фіксованого обмінного курсу за допомогою процентної ставки.



**Рис. 3. Механізм передвиборчого підвищення процентної ставки**

Окремий аналітичний сюжет створює поведінка ринку урядових облігацій, де попит визначають дві протилежно спрямовані тенденції. З одного боку, підвищення процентної ставки — це чинник зменшення попиту на облігації внутрішньої державного позики (ОВДП), а додатково — зростання коштів обслуговування державного боргу, що може розцінюватися ознакою втрати самодостатньої фіскальної позиції. З другого боку, протилежний вплив має зниження інфляції, що може сприйматися чинником підвищення доходності урядових боргових інструментів та переконливості стабілізаційної політики, тим паче у випадку, коли нижча інфляція стає чинником зростання ВВП, а підвищення процентної ставки сприймається тимчасовим явищем. За таких сприятливих умов високий попит на урядові облігації дозволяє порівняно комфортне фінансування зрослих передвиборчих видатків.

#### 4. Емпіричні оцінки

Для емпіричного тестування наведених вище припущень проведено оцінювання функціональних залежностей методом двокрокових найменших квадратів (2SLS), що дозволяє врахувати можливу кореляцію між незалежними змінними. За квартальними даними 2000–2012 рр., які очищено від сезонності, отримано такі результати:

$$R_t = 0,286 + 0,896R_{t-1} + 0,002Y_t + 0,116PAR_t, \quad (1)$$

(3,04\*)      (28,80\*)      (2,93\*)      (2,08\*\*)

$$R^2 = 0,94 \quad DW = 2,29$$

де  $R_t$  – процентна ставка,  $Y_t$  – дохід (відхилення від рівноважного значення<sup>35</sup>),  $PAR_t$  – фіктивна змінна для врахування передвиборчих змін останнього часу (1 – для періоду 2012Q2: 2012Q3)<sup>36</sup>.

Отриманий результат виразно показує прямий вплив парламентської передвиборчої кампанії у 2012 р. на підвищення процентної ставки (відповідний коефіцієнт при  $PAR_t$  є значущим на рівні 5%), що повністю узгоджується з припущенням про вплив політичного циклу на вартість кредитних ресурсів в Україні. Крім того, виявлено позитивну кореляцію між доходом та процентною ставкою, що можна пояснити теоретично обгрунтованою реакцією ринку з метою уникнення підвищення показника інфляції.

Для виявлення впливу політичного циклу в 2011–2012 рр. оцінено вплив парламентських виборів в Україні на обсяг національних валютних резервів:

$$\Delta RES_t = 0,411 + 0,351\Delta RES_{t-1} - 4,229 PAR_t, \quad (2)$$

(1,49)      (2,67\*)      (-2,27\*\*)

$$R^2 = 0,18 \quad DW = 2,00$$

де  $RES_t$  – валютні резерви.

Виразно помітно, що причиною значного скорочення валютних резервів в Україні стала передвиборча компанія у 2012 р. Такий результат відповідає припущенню про передвиборче запобігання спекулятивній “атаці” на національну грошову одиницю – гривню – відбулося коштом втрати валютних резервів НБУ. Очевидно, що іміджеві втрати від можливого передвиборчого знецінення гривні переважили потенційний виграш від поступової корекції обмінного курсу, передусім у контексті поліпшення сальдо експорту-імпорту в зовнішній торгівлі. Водночас потрібно визнати, що напередодні парламентських виборів навіть порівняно незначне знецінення гривні могло спровокувати потужний ажіотажний попит на іноземну валюту, який міг вдвічі-втричі перевищити без того високий попит на валютні активи, а супутній “переліт” обмінного курсу міг не лише погіршити ситуацію банківської системи внаслідок несприятливого балансового ефекту, але й поглибити гальмування динаміки ВВП, яке без того спостерігалось з початку 2012 р. З іншого боку, порівняно незначна залежність приватного споживання та інвестицій від процентної ставки дозволяє сподіватися на обмежений рестрикційний ефект від подорожчання кредитних ресурсів.

<sup>35</sup> Відхилення від рівноважного значення доходу отримано за допомогою використання фільтру Ходріка-Прескота. Виокремлено циклічну і трендову складові часового ряду [4, с. 155-162]. Припускається, що сезонні та випадкові коливання є незначними і включаються у циклічну компоненту. Відхилення від визначеного тренду використано для регресійного аналізу.

<sup>36</sup> Знацущість результатів регресії підтверджується високим коефіцієнтом детермінації  $R^2$ . Статистика Дарбіна-Уотсона  $DW$  не виявила автокореляції залишків, що засвідчує прийнятність отриманих оцінок.

## 5. Висновки

Висока процентна ставка в Україні у 2011–2012 рр. стала наслідком передвиборчого зменшення грошової маси та скорочення національних валютних резервів. Така експансійна політика була необхідною для забезпечення стабільності національної грошової одиниці, оскільки в ході передвиборчих кампаній саме стабільність гривні стала основним вирішальним фактором впливу на український електорат. Адаптивний обмінний курс для пересічного виборця являється найбільш достовірним показником стабільності національної економіки. Саме підтримання фіксованого обмінного курсу стало причиною підвищення вартості кредитних ресурсів у 2011–2012 рр.

Проведене дослідження виразно демонструє логіку політичного циклу в Україні, якому притаманне передвиборче підвищення соціальних стандартів, а в 2012 р. ще й забезпечення обіцяної стабільності. Таке короточасне вирішення проблем після виборів позначається негайним підвищенням інфляції, збільшенням дефіциту бюджету та дестабілізацією грошової одиниці. За таких умов залишається сподіватися на формування раціональних виборчих очікувань українців, які скоротять можливості для розгортання політичного циклу в Україні.

### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Грабинська І. В. Ділові політичні цикли в сучасній ринковій економіці / І. В. Грабинська, Ю. А. Миронович // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.13. – С. 160–170.
2. Курило О. Б. Вплив інфляції на економічний розвиток України / О. Б. Курило, Н. В. Дудинець // Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – Вип. 18.6. – С. 280–288.
3. Перепьолкіна О. О. Вплив монетарної політики НБУ на макроекономічну динаміку в Україні / О. О. Перепьолкіна // Науковий вісник. – 2005. – Вип. 15.3. – С. 277–295.
4. Савченко Т. Г. Застосування фільтра Ходріка-Прескота для визначення рівноважних значень макроекономічних параметрів / Т. Г. Савченко, І. П. Манжула // Вісник СумДУ. Серія “Економіка”. – 2012. – № 2. – С. 155–162.
5. Сіроткіна О. О. Роль процентного каналу у механізмі трансмісії грошових потоків / О. О. Сіроткіна // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2011. – № 3(54). – С. 76–82.
6. Україна як соціальна держава: гасло для політичної конкуренції чи шлях до солідаризації суспільства? / [О. М. Пищуліна, Я. А. Жаліло, С. І. Лавриненко, Д. С. Покришка; за ред. В. Є. Воротіна.] – К.: НІСД, 2009. – 108 с.
7. Шевчук В. Небезпека політичного циклу в економічній політиці / В. Шевчук // Дзеркало тижня. — 2004. — № 43.
8. Шевчук В. О. Інфляційний “перегрів” української економіки в 2003–2004 рр.: причина та наслідки / В. О. Шевчук // Економіст. – 2005. – № 11. – С. 33–37.
9. Шевчук В. О. Інфляційний перегрів 2003–2004 рр. та його наслідки: помаранчеві невинні / В. О. Шевчук // Журнал І. – 2005. – № 40. – С. 40–48.
10. Шевчук В. О. Небезпека політичного циклу: мексиканський „епізод” та українські реалії / В. О. Шевчук // Економіст. – 1998. – № 2. – С. 22–27.