



**Віктор
Козук**

Доцент кафедри фінансів, обліку
і аудиту Тернопільського
державного технічного
університету імені Івана Пулюя.
Кандидат економічних наук

Природним результатом глобалізації фінансових ринків є вирівнювання процентних ставок. З іншого боку, короткострокові ставки формуються під впливом монетарної політики центральних банків окремих країн. Між тим, емпіричний аналіз свідчить, що між короткостроковими та довгостроковими ставками зберігається лінійний зв'язок незалежно від рівня розвитку ринкових відносин у тій чи іншій країні. Автор робить спробу з'ясувати, яким чином узгоджуються між собою такі суперечливі залежності.

Дослідження/

Вплив глобалізації фінансових ринків на процентні ставки: аспекти монетарної політики

Одним із ключових елементів ефективної монетарної політики залишається системний зв'язок між короткостроковими ставками, на які центральний банк може впливати безпосередньо через операції на грошовому ринку, та довгостроковими, на які він безпосередньо впливати не може, але які в тенденції визначають динаміку ділової активності, зокрема, її інфляційні наслідки. Глобалізація фінансових ринків, у свою чергу, призводячи до їх інтеграції, повинна індукувати вирівнювання процентних ставок, унаслідок чого ефективність монетарної політики як засобу впливу на ділову активність має знижуватись. Якщо ринки повністю інтегровані, центральні банки не можуть впливати на процентні ставки, оскільки рух останніх визначається потоками міжнародного капіталу.

Попри дискусії з приводу позитивних і негативних наслідків глобалізації, залишається актуальним дослідження того, як вона впливає на монетарну політику, особливо на такий її аспект, як визначення та маніпулювання процентними ставками. Останнє важливо як з точки зору виявлення перспектив монетарного регулювання загалом і, відповідно, місця та ролі центральних банків у системі макроекономічних регуляторів, так і з точки зору дискусій про повноту глобалізації: інтеграція фінансових ринків є авангардом глобалізації як такої, але залишаються актуальними дослідження таких феноменів, як "загадки глобалізації" (*globalization puzzles*), що демонструють відсутність такої інтеграції.

У світлі сказаного вище слід констатувати, що наразі формуються дві якісно протилежні тенденції у сфері взаємозв'язку між глобально інтегрованими фінансовими ринками та монетарною політикою, що знайшло певне відображення у багатьох дослідженнях. З одного боку, існують яскраві свідчення того, що прогресуюча орієнтація монетарної політики на внутрішню рівновагу детермінує підвищення корельо-

ваності динаміки процентних ставок такими показниками, як інфляція та ВВП-розрив. Обумовленість динаміки процентних ставок внутрішніми, а не глобальними процесами випливає з характеру кореляції між фактичними ставками і теоретичними, розрахованими за правилом Тейлора. Якщо впродовж 1968—1979 рр. кореляція між зазначеними ставками для США становила 0,28, Японії — 0,55, Німеччини — 0,29, Франції — 0,19, Італії — 0,60, Великобританії — 0,06, Канади — 0,55, то за період 1980—1996 рр. — відповідно 0,71, 0,69, 0,72, 0,75, 0,79, 0,66, 0,81 [1, с. 36].

Оскільки правило Тейлора передбачає, що процентна ставка встановлюється під впливом реакції центрального банку лише на два параметри — ВВП-розрив та інфляцію, то підвищення згаданої кореляції і є підтвердженням того, що саме внутрішні фактори визначають характер поведінки органів грошової влади. Це також простежується з огляду на закономірність переходу до таргетування інфляції та зниження значимості валютного курсу при встановленні процентних ставок, як передбачає сама логіка монетарної політики, що здійснюється відповідно до таргетування експліцитної інфляційної величини. На глобальному рівні відсутність повної інтеграції фінансових ринків впливає з так званого парадоксу Філдстайна-Хоріюки (відсутність кореляції між світовими заощадженнями та інвестиціями і збереження такої кореляції на національному рівні) та з парадоксу Барро-Сала-і-Мартіна (відсутність кореляції між світовими процентними ставками та світовими заощадженнями й інвестиціями) [2].

З другого боку, як свідчать дослідження еволюції фінансових ринків, останні демонструють набагато вищий рівень інтеграції, ніж за часів Бреттон-Вудської системи, наближаючись до рівня епохи міжнародного золотого стандарту — своєрідного еталону повноти глобальної інтеграції (див., наприклад, праці М.Обстфельда і А.Тейлора [3] та Дж.Франкеля, С.Шмуклера

і Л.Сєрвена [4]). Висновок, який із цього випливає, — можливості монетарної політики визначати ділову активність знижуються.

Найповніше це явище відобразили японські економісти Х.Сасаки, С.Ямагучі та Т.Хісада. Вони стверджують: за останні 30 років відхилення довгострокових ставок в економічно розвинутих країнах від середньої міжнародної суттєво знизились. Причому з високою статистичною значимістю впливовість короткострокових ставок на довгострокові, починаючи з 1973 р., падає, а ступінь детермінації останніх факторами платіжного балансу (вирівнювання ризиків та дохідності активів) — зростає. Попри те, що, як стверджують ці економісти, довгострокові ставки все ще визначаються короткостроковими (наприклад, унаслідок ефекту "домашнього зміщення" (home bias) — переважного інвестування у вітчизняні цінні папери), спроможність центральних банків через маніпулювання ставками грошового ринку впливати на ринок капіталів і, відповідно, на ділову активність знижується. Із подальшою глобалізацією фінансових ринків монетарна політика ставатиме все більш нейтральною [5].

З огляду на ці протилежні тенденції ми припустили, що короткострокові ставки повинні вирівнюватися меншою мірою, ніж довгострокові, оскільки їх поведінка визначається операціями центрального банку на грошовому ринку, тоді як довгострокові справді вирівнюються відповідно до чинників глобалізації. Причому теоретично ринки грошей повинні бути інтегровані більшою мірою, ніж ринки капіталів, з огляду на строковість операцій, а тому саме на ринках грошей ставки мають вирівнюватися краще. Те, що цього не спостерігається, саме і зумовлюється втручаннями центрального банку. Дане припущення було підтверджено емпірично на прикладі економічно розвинутих країн за період 2000—2002 рр., але при цьому було виявлено, що у них з високою статистичною значимістю короткострокові ставки індукують довгострокові [6].

Мета статті — протестувати зазначене припущення, розширивши вибірку за рахунок країн із ринками, що виникають (так звані emerging markets), і які вже суттєво інтегровані з глобальними фінансовими ринками.

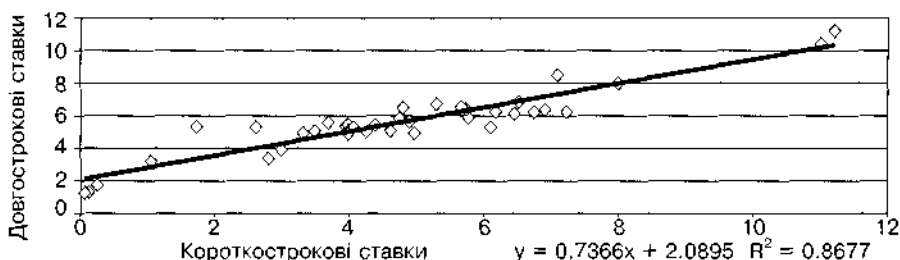
Так, *по-перше*, відповідно до глобальної рецесії та уповільнення економічного зростання й дефляційних тенденцій коротко- та довгострокові ставки і в економічно розвинутих країнах (Канаді, США, Австралії, Кореї,

Таблиця 1. Динаміка коротко- та довгострокових процентних ставок за окремими регіонами

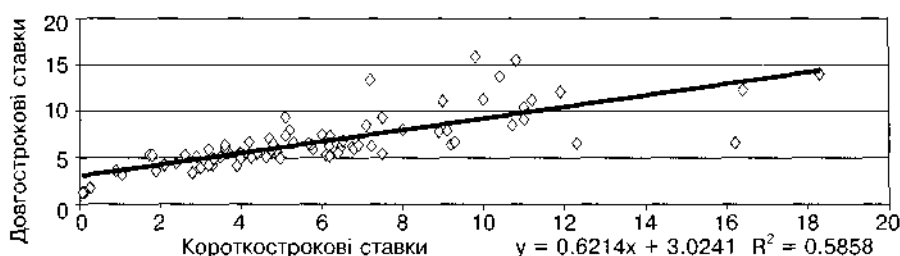
Країна, регіон	Короткострокові ставки			Довгострокові ставки		
	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Азія	5.8	4.8	3.6	8.5	7.3	6.5
Латинська Америка	12.7	9.2	5.7	6.5	5.9	4.7
Центральна Європа	11.5	10.7	7.2	10.4	9.4	7.6
Ізраїль	9.3	6.8	6.4	6.7	6.0	5.5
США	6.2	3.9	1.7	6.0	5.0	4.6
Зона євро	4.1	4.4	3.3	5.2	4.5	4.3
Великобританія	5.9	5.0	3.9	5.3	5.0	4.9

Джерело: [7, с. 61].

Графік 1. Зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками в економічно розвинутих країнах у 2000—2002 рр.



Графік 2. Зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками в економічно розвинутих країнах та країнах із ринками, що виникають*, 2000—2002 рр.



* Дані у гр. 1, 2, 3 щодо економічно розвинутих країн — із [8], дані щодо країн із ринками, що виникають, — із [7, с. 61].

Новій Зеландії, Данії, Ісландії, Норвегії, Швеції, Швейцарії, Великобританії, зони євро), і в країнах із ринками, що виникають (Гонконгу, Індії, Малайзії, Філіппінах, Сінгапурі, Тайланді, Чилі, Мексиці, Чехії, Угорщині, Польщі, Ізраїлі, ПАР), рухались у напрямі зниження, відображаючи тенденцію взаємозалежності між країнами, що пов'язується з посиленням глобальної інтеграції (див. таблицю 1).

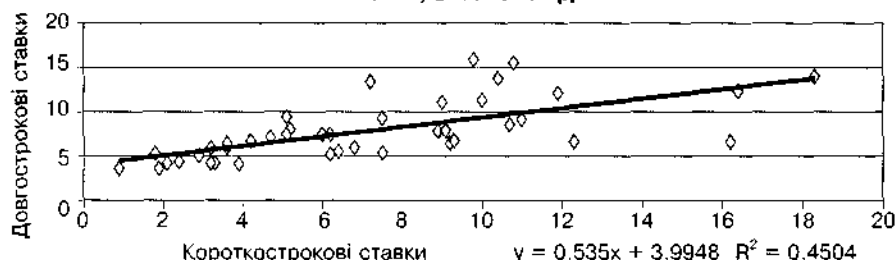
По-друге, характер зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками у групі загалом та для окремих груп країн достатньо відрізняється (див. графіки 1—3).

Як видно з графіків 1—3, у всіх випадках короткострокові ставки чітко виражено детермінують довгострокові¹. Це підтверджує, що незважаючи на глобалізацію фінансових ринків, яка індукує вирівнювання ставок відповідно до потоків міжнародного капіталу, спроможність центральних банків впливати на ставки зберігається. Однак шільність зв'язку між

ставками для окремих груп країн та загалом по вибірці — різна. Для економічно розвинутих країн шільність зв'язку між ставками майже вдвічі перевищує аналогічний показник для країн із ринками, що виникають. В останніх шільність навіть менша статистично значимого рівня (хоча теж дуже добре простежується). Відпо-

¹ Щодо статистичних якостей зазначених регресійних моделей, то розрахунок F-критерію для з'ясування значущості показника R² для всіх трьох моделей підтверджує вірогідність отриманого регресійного зв'язку, оскільки суттєво перевищує теоретичні значення з довірчим інтервалом 0.05. Він становить відповідно 242.59 (теоретичне значення 4.08), 111.70 (4.00) та 32.78 (4.17). У зв'язку із цим аналізовані залежності не є випадковими, і додатковий аналіз на стаціонарність числових рядів не потрібен. Крім того, по-перше, в усіх трьох випадках виявлена залежність між показниками є теоретично передбачуваною, по-друге, якщо припустити, що ряди нестационарні, то приведення до стаціонарності за допомогою методу розрахунку перших різниць не матиме значення, оскільки мова йде про процентні ставки, економічний зміст яких полягає в їх абсолютному рівні, а не в прирості, як це може мати місце у випадку з дослідженнями зв'язків між грошовою масою та інфляцією.

Графік 3. Зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками у країнах із ринками, що виникають, 2000–2002 рр.



Таблиця 2. Дисперсія коротко- та довгострокових ставок за групами країн у 2000–2002 рр.

Роки	Короткострокові ставки	Довгострокові ставки	Спреди
<i>Група в цілому</i>			
2000	16.38	10.29	8.41
2001	12.99	9.16	4.91
2002	8.10	6.09	3.07
<i>Економічно розвинуті країни</i>			
2000	6.43	4.82	0.60
2001	6.19	4.13	0.67
2002	5.03	2.73	1.13
<i>Країни з ринками, що виникають</i>			
2000	22.22	11.90	16.25
2001	17.24	11.85	9.19
2002	10.23	8.57	5.08

Примітка. Розраховано автором за [8; 7, с. 61].

відно для групи в цілому (див. графік 2) обумовленість довгострокових ставок короткостроковими вища порівняно з групою країн із ринками, що виникають (див. графік 3), і статистично значима, але нижча порівняно з економічно розвинутими країнами (див. графік 1), де така залежність є дуже щільною. Із цього випливає: центральні банки економічно розвинутих країн ефективніші при реалізації монетарної політики, зокрема, їхня спроможність повною мірою реагувати на фактори внутрішньої рівноваги є чітко вираженою.

Стосовно органів грошової влади країн із ринками, що виникають, то, на наш погляд, нижча щільність зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками зумовлюється не так характером функціонування глобальних фінансових ринків, як тим, що їхня орієнтація на внутрішню рівновагу не реалізується так, як в економічно розвинутих країнах. Тобто реакція на валютний курс (як на елемент зовнішньої рівноваги) при встановленні процентних ставок є системним проявом загального характеру монетарної політики у країнах із ринками, що виникають, та в країнах, що розвиваються. Його, на думку К.Рейнхарт та Г.Кальво, можна описати як "острах плавання" (fear of floating). Саме більш значима реакція на валютний курс у країнах із ринками, що

виникають, і зумовлює те, що зв'язок між ставками грошового ринку та ринку капіталів не є таким тісним².

По-третє, як випливає з даних таблиці 2, зберігається тенденція до дедалі більшого згладжування коротко- і довгострокових ставок — показники дисперсії відповідних ставок за 2000–2002 рр. знижуються. Ця закономірність характерна і для економічно розвинутих країн, і для країн із ринками, що виникають, і для групи в цілому. Вона свідчить про те, що глобалізація фінансових ринків справді відбувається (проявляючись у тенденції до вирівнювання процентних ставок).

Відповідно до нашого припущення про те, що короткострокові ставки вирівнюються повільніше, ніж довгострокові, показник дисперсії перших у всіх трьох випадках є вищим і знижується набагато повільніше. Це підтверджує наш висновок, зроблений на основі емпіричного дослідження на прикладі економічно розвинутих країн

² Досліджуючи функцію реакцій центральних банків у країнах із ринками, що виникають, М.Могентрі та М.Клау виявили, що процентні ставки встановлюються відповідно до коливань валютного курсу. Це справедливо навіть для країн, які перейшли до таргетування інфляції. Але за будь-яких обставин фактори внутрішньої рівноваги — інфляція та ВВП-розрив — є домінуючими детермінантами реакцій центральних банків у вигляді змін процентних ставок, причому фактор інфляції (за винятком Індії), є найбільш значимим [9].

[6], який зберігає чинність і після розширення вибірки за рахунок тих країн (у даному випадку країн із ринками, що виникають), які не формують з останніми однорідну групу, і вказує на загальний характер проявів процесів глобалізації фінансових ринків.

При цьому слід зауважити таку закономірність: рівні дисперсії та її динаміка для групи економічно розвинутих країн і групи країн із ринками, що виникають, відрізняються. По-перше, економічно розвинутим країнам властиві нижчі показники дисперсії за обома видами ставок, що відображає їхню більшу інтегрованість у фінансовому відношенні і те, що вони є більш гомогенною групою. Натомість у групі країн із ринками, що виникають, показники дисперсії вищі. Це можна пояснити як меншим рівнем інтеграції їхніх фінансових ринків, більшою вразливістю до індивідуальних ризиків (ризиків країни), так і тим, що вони формують менш гомогенну групу. По-друге, швидкість вирівнювання ставок, яку можна представити як відмінність між показниками дисперсії на початок і на кінець періоду, для економічно розвинутих країн є вищою порівняно з групою країн із ринками, що виникають. По-третє, у випадку економічно розвинутих країн швидкість вирівнювання довгострокових ставок суттєво випереджає вирівнювання короткострокових порівняно з групою країн із ринками, що виникають.

Останні дві тенденції, найімовірніше, є наслідком того, що інтеграція фінансових ринків першої групи країн є вищою, ніж другої. Відповідно це зумовлює дещо відмінні наслідки для монетарної політики у розрізі груп країн. Якщо у перших ефективність впливу центральних банків на ділову активність дедалі падатиме з огляду на швидке вирівнювання довгострокових ставок із посиленням факторів глобалізації (наприклад, вирівнювання доходності активів, глобальна конкуренція, торговельна відкритість тощо), незалежно від того, що нині вони щільно індукуються ставками грошового ринку, то у других слабший зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками, зумовлений реакцією на валютний курс, лише посилюватиме ефект випереджаючого вирівнювання ставок ринку капіталів, що робить монетарну політику менш ефективною при реалізації заходів впливу на ділову кон'юнктуру.

Можна підсумувати: суперечлива тенденція у сфері впливу глобалізації на процентні ставки зберігається, і це притаманно як економічно розвинутим

країнам, так і країнам із ринками, що виникають. З одного боку, центральні банки можуть впливати на довгострокові ставки за допомогою політики на грошовому ринку, що проявляється у збереженні яскраво вираженого лінійного зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками і підтверджує відсутність повної глобалізації фінансових ринків. З іншого боку, довгострокові ставки вирівнюються швидше, ніж ставки грошового ринку, що можна пояснити більшим впливом факторів глобальної інтеграції на ставки ринку капіталів. А це — свідчення прогресуючої втрати ефективності впливу монетарної політики на ділову активність із розвитком процесів глобалізації. Для економічно розвинутих країн зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками є щільнішим, що можна пояснити менш вираженою реакцією на валютний курс. Однак у країнах із ринками, що виникають, швидкість вирівнювання процентних ставок менша порівняно з економічно розвинутими країнами, хоча довгострокові ставки вирівнюються швидше, ніж короткострокові. Це підтверджує значимість фінансової інтеграції як такої та процесів глобалізації щодо зниження ефективності центральних банків у сфері впливу на внутрішні економічні процеси (хоча вона ще зберігається, оскільки фінансові ринки не повністю глобалізовані).

Стосовно України, то з огляду на низький рівень її інтеграції з глобальними фінансовими ринками можна стверджувати, що динаміка процентних ставок у вітчизняній економіці все ще зумовлюється здебільшого внутрішніми факторами. Втім, це не гарантує, що монетарна політика НБУ має додатковий бонус у вигляді щільної пов'язаності коротко- та довгострокових ставок, оскільки механізм монетарної трансмісії в Україні остаточно не сформувався, а динаміка номінального доходу може суттєво визначатися фінансовими факторами, зокрема за рахунок збереження м'яких бюджетних обмежень (приховане субсидування окремих секторів економіки, податкова заборгованість, викривлення механізму дотації, непрозорість цін тощо). Останнє властиво багатьом постсоціалістичним країнам, у яких лише з поглибленням реформування реального і фінансового сектору та послабленням залежності від стабільності валютного курсу сформуються сприятливі передумови для ефективного (з міркувань результативності роботи центральних банків) зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками. Однак такі пе-

редумови, найімовірніше, зазнають якісної модифікації з огляду на те, що поглиблення структурних реформ кореспондує з підвищенням фінансової відкритості, що, в свою чергу, посилюватиме дію глобальних детермінант щодо вирівнювання процентних ставок.

Також слід зазначити, що потенційний негативний вплив подальшої фінансової інтеграції з глобальними ринками на зв'язок між коротко- та довгостроковими ставками в Україні актуалізує питання вибору монетарної стратегії прямого таргетування інфляції. Середньострокова перспектива здійснення останнього співвідноситься із загальною тенденцією до скорочення строкового горизонту монетарного прогнозування в умовах глобалізації, а те, що короткострокові ставки у міжнародному вимірі вирівнюються повільніше, створює підґрунтя для можливості встановлення такого монетарного інструменту, як процентна ставка, відповідно до зміни інфляційних очікувань, що є своєрідним проміжним орієнтиром у системі інфляційного таргетування. □

Література

1. Pigott Ch., Christiansen H. *Monetary Policy When Inflation Is Low* // *OECD Economic Department Working Papers*. — 1998. — № 191. — P. 1–48.
2. Barro R., Sala-i-Martin H. *World*

Real Interest Rates // *NBER Macroeconomics Annual*. — 1990. — P. 15–74.

3. Obstfeld M., Taylor A. *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run* // *NBER Working Paper*. — 1997. — № 5960 // www.nber.org.

4. Frankel J., Schmukler S., Serven L. *Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime* // *Bank of Netherlands's Conference Papers*. — 2002. // www.dnb.nl.

5. Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. *The globalization of financial markets and monetary policy* // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers*. — Basel: BIS, 2001. — P. 57–78.

6. Козюк В. *Процентні ставки та монетарна політика в світлі глобалізації фінансових ринків* // *Вісник НАНУ*. — 2004. — № 2. — С. 144–152.

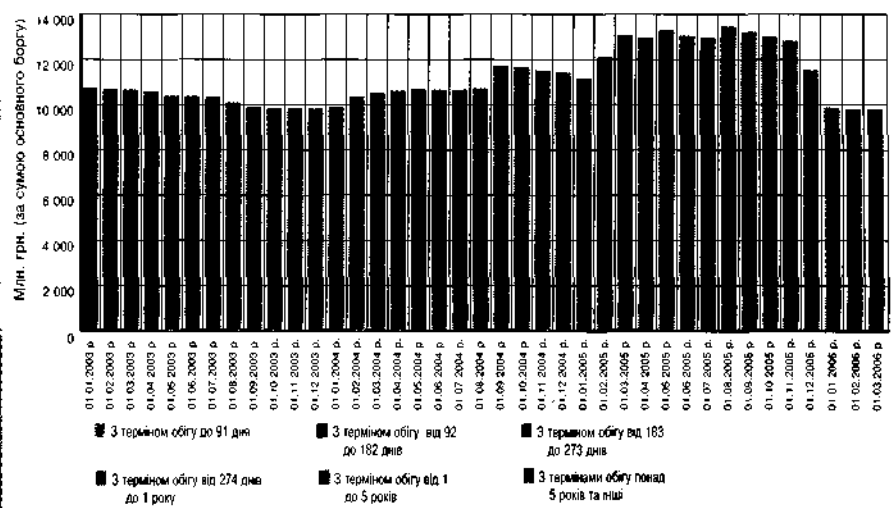
7. Mohantray M., Scatigna M. *Countercyclical Fiscal Policy and Central Banks* // *Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies* // *BIS Papers*. — 2003. — № 20. — P. 38–70.

8. Short-, Long-Term Interest Rates // *OECD Main Economic Indicators*. — 2003. — May. — P. 18–19.

9. Mohantray M., Klau M. *Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence* // *BIS Working Papers*. — 2004. — № 149. — P. 1–33.

Ринок державних цінних паперів України у лютому 2006 року

Обсяг облігацій внутрішніх державних позик, що перебувають в обігу (на 1 березня 2006 року)



Примітка. Розміщення облігацій внутрішніх державних позик у лютому 2006 року не проводилося.

На замовлення "Вісника НБУ" матеріали підготовлено працівниками департаменту з управління валютним резервом та здійснення операцій на відкритому ринку Національного банку України.