М. І. Макаренко
К. М. Жулінська

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ЕФЕКТИВНІСТЬ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ДИНАМІКИ

Монографія

ТОВ «Друкарський дім «Папірус»
Суми-2013

УДК 336.741.236.2
ББК 65.9(4Укр)262.1
М 15

Рекомендовано до друку вченою радою Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України", протокол № 2 від 1 жовтня 2012 року

Рецензенти:
доктор економічних наук, професор кафедри банківської справи ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України", заслужений економіст України
І. В. Сало;

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів і кредиту Академії митної служби України
А. А. Мещеряков;

доктор економічних наук, професор кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка
С. А. Циганов

М15 Макаренко М. І. Ефективність грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки [Текст]: монографія / М. І. Макаренко, К. М. Жулінська. – Суми : ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2013. – 204 с.

У монографії розглянуті питання теорії та методики оцінювання й забезпечення ефективності здійснення грошово-кредитного регулювання національної економіки центральним банком.

Видання призначене для науковців, студентів та аспірантів економічних спеціальностей, працівників фінансово-кредитних установ та державних регуляторних інституцій.

© Макаренко М. І.,
Жулінська К. М., 2013

ISBN 978-966-2787-48-1

© ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2013

ЗМІСТ

ВСТУП **6**

РОЗДІЛ 1. ГРОШОВО-КРЕДИТНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ТА ЙОГО МЕХАНІЗМ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ **9**

1.1 Грошово-кредитне регулювання та складові його механізму *9*

1.1.1 Дискусійні питання сутнісної визначеності грошово-кредитного механізму 9

1.1.2 Проблематика визначення об'єкту монетарного впливу 12

1.1.3 Комплекс забезпечення грошово-кредитного регулювання .. 16

1.1.4 Грошово-кредитні засоби 18

1.1.5 Цілі грошово-кредитного регулювання 21

1.2 Макроекономічна динаміка та її зв'язок з грошово-кредитним регулюванням *27*

1.2.1 Сутність та особливості динамічних процесів в економіці ... 27

1.2.2 Форми прояву макроекономічної динаміки 28

1.2.3 Генезис теорій походження циклів та роль в них монетарних чинників 31

1.2.4 Грошово-кредитні заходи антициклічного регулювання економіки 33

1.2.5 Випереджальні індикатори зміни фази циклу та їх зв'язок з фінансовим ринком 37

1.3 Роль монетарної трансмісії в забезпеченні ефективності грошово-кредитного регулювання *40*

1.3.1 Еволюція трактувань монетарної трансмісії 40

1.3.2 Основні канали монетарного трансмісійного механізму 43

1.3.3 Особливості монетарної трансмісії в різних групах країн 49

1.3.4 Вітчизняна модель монетарної трансмісії 52

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ У ВПЛИВІ НА МАКРОЕКОНОМІЧНУ ДИНАМІКУ **56**

2.1 Комплексний підхід до оцінки ефективної дії грошово-кредитного механізму *56*

2.1.1 Дискусійність поняття ефективності монетарної політики ... 56

2.1.2 Принципи забезпечення ефективності грошово-кредитного регулювання 59

2.1.3 Показники ефективності монетарного регулювання 68

2.2 Ефективність грошово-кредитного регулювання в Україні *72*
2.2.1 Аналіз дотримання принципів ефективності грошово-кредитної політики НБУ 72
2.2.2 Показники якості монетарної трансмісії як вимірники дієвості грошово-кредитної політики 83
2.2.3 Огляд показників результативності грошово-кредитного регулювання в Україні 98
2.3 Ефективність грошово-кредитного регулювання в умовах кризи *100*
2.3.1 Особливості докризової моделі грошово-кредитного регулювання у світі 100
2.3.2 Оцінка панівної моделі монетарної політики провідними школами економіки 105
2.3.3 Макроекономічна динаміка в країнах-таргетерах інфляції в період кризи 106
2.3.4 Ефективність інфляційного таргетування як засобу абсорбації потужних зовнішніх шоків 109

РОЗДІЛ 3. ПРОБЛЕМИ ПІДВИЩЕННЯ АДЕКВАТНОСТІ ОЦІНЮВАННЯ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ 113
3.1 Інфляція як форма прояву несприятливої макроекономічної динаміки *113*
3.1.1 Аналіз трактувань чинників інфляції 113
3.1.2 Моделювання цільових флуктуацій в Україні 115
3.1.3 Прогнозування інфляційної динаміки в Україні 121
3.2 Інтегральний показник оцінки ефективності дії грошово-кредитного механізму *125*
3.2.1 Підхід до оцінки рівня цінової стабільності 125
3.2.2 Пропозиції щодо аналізу курсової стабільності 127
3.2.3 Стабільність грошової одиниці як результат цінової та курсової стабільності 129
3.3 Інституційне сприяння підвищенню ефективності дії грошово-кредитного механізму *133*
3.3.1 SWOT-аналіз діяльності НБУ як основного суб'єкта грошово-кредитного механізму 133
3.3.2 Розробка комунікаційної стратегії для підвищення якості комунікаційної політики центрального банку 135
3.3.3 Напрями підвищення відповідальності НБУ в процесі монетарного регулювання 142

State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"

3.3.4 Удосконалення правового забезпечення незалежності НБУ 143
3.3.5 Поліпшення методики визначення оптимального рівня інфляції 144
3.3.6 Заходи щодо підвищення ефективності трансмісійного механізму в Україні 148
3.3.7 Удосконалення методики пруденційного нагляду за банківським сектором 150
3.3.8 Підвищення довіри до банківської системи шляхом гарантування коштів клієнтів 166

ВИСНОВКИ 169

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 172

ДОДАТКИ 190

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВСТУП

Грошово-кредитна політика (ГКП) у поєднанні з інструментами фіскального регулювання формує основу стабілізаційної політики країни. Монетарні імпульси, проходячи через низку трансмісійних каналів, сприяють досягненню головних загальноекономічних цілей: сталого економічного зростання, помірного рівня інфляції, повної зайнятості населення та рівноваги платіжного балансу.

Необхідними умовами стійкого економічного розвитку країни є стабільне функціонування фінансового сектора та контрольований рівень цін, що не здійснює суттєвого впливу на рішення економічних суб'єктів. Вищенаведені базиси стабільності економіки, значною мірою, залежать від ефективного функціонування грошово-кредитного механізму. Саме тому в період світової кризи центральні банки країн світу активізували заходи процентної політики, операції на відкритому ринку, регулювання обов'язкових резервних вимог для стабілізації банківської системи, боротьби з ціновими та курсовими флуктуаціями.

Зазначимо, що в Україні в травні 2008 р. темп росту індексу споживчих цін (ІСЦ) сягнув антирекордного (з жовтня 2000 року) показника - 131,1 % до відповідного місяця попереднього року, що викликало зменшення схильності до заощадження економічних суб'єктів, обсягів довгострокового кредитування та ступеня конкурентоспроможності країни, який виражається у зростанні рівня реального обмінного курсу (РЕОК). Таким чином, питання аналізу та пошуку шляхів підвищення ефективності дії грошово-кредитного регулювання на макроекономічну динаміку є особливо актуальним для нашої держави.

Підкреслимо, що існує низка досліджень щодо аналізу сутності та специфіки дії грошово-кредитної політики на макроекономічний розвиток, представлена працями як корифеїв економічної думки XIX–XXст.(М. Туган-Барановський, Дж. М. Кейнс, І. Фішер, А. Маршал, Дж. Хікс, Р. Дж. Хоутрі, М. Фрідмен та ін.), так і сучасних економістів. На сьогодні важливими в плані дослідження даної теми є теоретичні напрацювання таких іноземних вчених, як Б. Бернанке, А. Бліндер, Ф. Мишкін, Д. Стігліц, С. Моісеєв, а також вітчизняних науковців – А. Гальчинського, В. Гейця, А. Гриценка, Н. Гребеник, С. Корабліна, І. Лютого, В. Міщенка, А. Мороза, М. Савлука,В. Стельмаха, О. Щербакової, В. Ющенка та ін.

Чималий перелік дослідників проблем ефективності монетарної політики свідчить про високу актуальність даного питання. Крім того,

слід констатувати факт недостатньої розробки в науковій літературі комплексного підходу до визначення ефективності грошово-кредитного регулювання, систематизації її принципів та показників виміру. Малодослідженим в економічній літературі є також питання кількісного оцінювання рівня ефективності монетарного регулювання, що залишається надзвичайно важливим для аналізу дієвості та результативності заходів центрального банку зокрема, та стабілізаційної політики країни загалом.

Мету написання монографії автори вбачають в обґрунтуванні теоретичного підходу до аналізу ефективності дії грошово-кредитного регулювання та розробці рекомендацій щодо посилення його впливу на макроекономічну динаміку.

Конкретні завдання монографічного дослідження полягають у наступному:

- з точки зору системного підходу проаналізувати сутність грошово-кредитного регулювання, визначивши співвідношення даного поняття з монетарною політикою;

- дослідити зміст макроекономічної динаміки, множину її рушіїв для окреслення ролі грошово-кредитної політики в системі факторів забезпечення стабільного розвитку економіки країни;

- розробити комплексний підхід до аналізу ефективності дії грошово-кредитного регулювання, визначивши при цьому систему принципів та показників в рамках даного питання;

- проаналізувати структуру і дію монетарного трансмісійного механізму, дієвість якого є базисом ефективного грошово-кредитного регулювання, а також емпірично дослідити особливості його функціонування в Україні та в деяких інших країнах світу;

- в умовах декларування цінової стабільності як ключової мети Національного банку України дослідити основні фактори цінових флуктуацій в Україні;

- розробити методику кількісного оцінювання ефективності дії грошово-кредитного механізму на макроекономічну динаміку;

- запропонувати рекомендації щодо напрямів вдосконалення діяльності Національного банку України з метою підвищення ефективності функціонування грошово-кредитного механізму та стабілізаційної політики держави, в цілому.

Інформаційну базу дослідження склали нормативно-правові акти України та деяких країн світу щодо реалізації грошово-кредитного регулювання, особливостей функціонування фінансового сектора економіки;аналітичні матеріали міжнародних організацій (МВФ та Світового банку), центральних банків України та інших країн світу,

наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених та матеріали дослідницьких центрів (Інституту економіки та прогнозування НАН України, Міжнародного центру перспективних досліджень, GfK Ukraine, Інституту економічної політики ім. Е. Т. Гайдара); статистичні дані МВФ, Світового банку, центральних банків країн світу, зарубіжних статистичних агентств та Держкомстату України.

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

РОЗДІЛ 1

ГРОШОВО-КРЕДИТНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ТА ЙОГО МЕХАНІЗМ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ

1.1 Грошово-кредитне регулювання та складові його механізму

Грошово-кредитне регулювання порівняно з фіскальним є більш гнучким, адекватним перебігу ринкових процесів елементом в системі стабілізаційної політики держави, що обумовлює можливість активного застосування монетарних заходів у сучасних умовах економічного розвитку. Актуальність розгляду особливостей грошово-кредитного механізму (ГКМ) зумовлена посиленням ролі та значимості монетарного регулювання у процесі досягнення цілей економічного зростання і стабільності національної валюти, підвищення рівня життя населення як в розвинутих країнах, так і в країнах з перехідною економікою і тих, що розвиваються. Ефективне грошово-кредитне регулювання сприяє забезпеченню стабільності функціонування банківської системи і розвитку фінансового ринку загалом, що веде до насичення галузей економіки необхідними грошовими ресурсами.

Функціонування грошово-кредитного механізму набуває особливої актуальності у періоди зміни фаз ділового циклу та ринкової трансформації, у стані якої досі перебуває Україна.

1.1.1 Дискусійні питання сутнісної визначеності грошово-кредитного механізму

Для ефективного використання категоріального апарату грошово-кредитного регулювання необхідно детально проаналізувати надбання вчених у даній сфері. У науковій літературі, на нашу думку, недостатньо уваги приділено комплексному визначенню сутності грошово-кредитного механізму, що потребує поглибленого дослідження його природи.

Аналізуючи погляди науковців на сутність ГКМ, можна зробити висновок, що окремі автори ототожнюють поняття інструмента та механізму монетарної політики, інші - виділяють певну структуру та цілі функціонування останнього.

Так, В. Баліцька зазначає, що "при регулюванні грошово-кредитного ринку Національний банк України застосовує набір таких монетарних механізмів та інструментів:

а) відсоткові ставки;

б) рефінансування комерційних банків;

в) нормативи обов'язкового резервування коштів банківською системою..." [1, с. 13]. Причому, незрозуміло, що з перерахованого є механізмом, а що – інструментом.

Дещо схожу думку має і Н. Островська, яка вважає, що "механізм, за допомогою якого центральні банки досягають зазначених цілей грошово-кредитної політики, називається монетарними інструментами" [2, с. 8]. Інакше кажучи, частина архітектури грошово-кредитної політики у вигляді монетарного інструментарію утворює певний механізм. Щоправда, відсутність в його складі цільової функції регулювання робить згаданий механізм урізаним, позбавленим спрямованості на кінцевий об'єкт. Аналогічної думки дотримується й А. Гальчинський [3].

Цікавим є погляд Н. Гребеник, екс-директора департаменту монетарної політики НБУ, яка вважає, що до монетарних механізмів передусім належить довгострокова прогнозна політика – встановлення для банків нормативів із формування обов'язкових резервів та відповідна процентна політика. Монетарними ж інструментами є рефінансування банків, інтервенції на валютному ринку, випуск центральним банком цінних паперів [4, с. 10].

Як видається, наведені визначення неповні, вони не розкривають усієї багатогранності поняття "механізм", що трактується як "внутрішня будова, система чогось" [5, с. 275;6, с. 517; 7, с. 340]. У свою чергу, поняття системи можна визначити як організаційне або складове ціле, набір або комбінацію елементів чи частин, що утворюють єдиний комплекс, спрямований на досягнення певної (єдиної для всього комплексу) мети [8, 14].

Погляди на монетарний механізм як систему представлено наступними вченими. Л. Ільченко-Сюйва трактує дане поняття як "один з ключових важелів державного управління, що полягає в сукупності принципів, методів, інструментів, інститутів та інституцій, які використовуються з метою регулювання грошово-кредитних відносин у країні та стабілізації національної грошової одиниці" [9],

називаючи його державним механізмом монетарного регулювання. Вищенаведене визначення структурно є допустимим, проте, на нашу думку, недоліком є недостатнє розкриття цілей функціонування механізму, що мають включати реалізацію важливих завдань загальноекономічної політики держави. Неповноту даного визначення цілком виправляє наступне. Так, І. Лютий визначає, що механізм грошово-кредитної політики – це "сукупність економіко-правових форм, методів та інструментів, що використовуються НБУ, відповідними державними структурами, спрямованих на забезпечення регулювання грошово-кредитного ринку: стабільність курсу національної грошово-кредитної одиниці, необхідних обсягів і структури грошової маси, процентної ставки і, як наслідок, рівня інфляції, обсягів виробництва та зайнятості, що визначаються необхідністю реалізації пріоритетних цілей грошово-кредитної та економічної політики держави"[10, с. 6]. Проте в аналізі даної дефініції виникає питання щодо визначеності економіко-правових форм, адже вони не є сталим науковим виразом, і автор не приділив достатньої уваги їх аналізу.

Т. Процик зазначає, що механізм грошово-кредитного регулювання національної економіки представлений сукупністю засобів грошово-кредитного регулювання, форм і методів активізації економічної діяльності, спрямованих на забезпечення сталого розвитку національної економіки з урахуванням взаємовідносин і взаємодії між суб'єктами та об'єктами регулювання економічних процесів [11, с. 4].

Т. Сліпченко визначає механізм грошово-кредитного регулювання як "сукупність грошових методів, інструментів, прийомів і важелів впливу на економічні процеси в країні для реалізації відповідних цілей економічного розвитку" [12, с. 78]. З даним твердженням можна частково погодитися, якщо припустити, що під "грошовими" методами, інструментами, прийомами і важелями впливу розуміються "монетарні". М. І. Савлук,зокрема, відносить до грошових інструментів нерозмінні банкноти, розмінні монети, депозитні вклади тощо. І. Попіна, Н. Скірка, А. Лелик зазначають, що грошові інструменти поділяються на власні і запозичені та різняться ліквідністю, терміном дії та ступенем ризику. Із вищенаведених трактувань випливає, що грошові інструменти не є регулюючим засобом у структурі монетарного механізму, а, скоріше, об'єктом регулюючого впливу.

Для співвідношення понять "грошово-кредитна політика" та "грошово-кредитний механізм", проведемо певну аналогію з роботою годинника: рух годинникової стрілки (заходи грошово-кредитної політики) є зовнішнім проявом взаємодії сукупності коліщаток, що

приховані під кришкою циферблату і функціонують за певними правилами та по певним принципам (грошово-кредитний механізм). Таким чином, ГКМ розкриває внутрішні процеси формування та реалізації ГКП. Таким чином, використовуючи системний підхід до аналізу грошово-кредитного механізму, виділяємо у його структурі суб'єкт регулювання (центральний банк), об'єкт впливу, цілі функціонування та певний комплекс забезпечення його функціонування.

1.1.2 Проблематика визначення об'єкта монетарного впливу

Для визначення об'єкта у системі ГКМ дослідимо погляди різних науковців щодо сфери впливу грошово-кредитної політики. На думку А. Гальчинського, монетарна політика – це комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених суспільних цілей, заходів щодо регулювання грошового обігу, які здійснює держава через центральний банк [3, с. 187].

В. Гальперін та ряд співавторів підручника "Макроекономіка" вважають, що сутність грошово-кредитної політики виражається "...у впливі на економічну кон'юнктуру за допомогою зміни грошей, що знаходяться в обігу" [13, с. 375]. Вважаємо лексично неточним словосполучення "зміна грошей", яке можна трактувати як заміна старих банкнот новими та/або введення нової національної валюти. Більш точно звучало б визначення "зміна обсягу грошей". Такої думки дотримується Г. Овчінніков [14, с. 528].

Ряд науковців вважають, що монетарна політика здійснює насамперед регулювання пропозиції грошей (К. Макконнелл [15], С. Панчишин [16, с. 570]). Схожий погляд мають В. Ющенко та В. Лисицький, зазначаючи, що "монетарна політика – це узгоджена діяльність органів державної влади щодо управління грошима, яка … спрямована на досягнення стабілізації цін" [17, с. 24].

М. Савлук зазначає, що "більш повно і точно виражає сутність монетарної політики визначення її як комплексу взаємозв'язаних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених суспільних цілей, заходів щодо регулювання грошового обороту, які здійснює держава через центральний банк". Отже, об'єктом регулювання є грошовий оборот, який, на думку М. Савлука, складається з таких секторів як "грошовий обіг, фіскально-бюджетний та кредитний обороти". За твердженням автора, бюджетно-фіскальні відносини мають "характер відчуження, коли визначена законами частина доходів економічних суб'єктів вилучається у вигляді податків та інших

обов'язкових платежів і надходить у розпорядження держави, яка витрачає їх при виконанні своїх функцій.

На нашу думку,більш точним трактуванням об'єкта впливу монетарної політики є грошовий обіг та кредитний оборот. Аналогічно визначається сфера регулювання грошово-кредитної політики у поглядах Н. Гребеник [18, с.12] та в Законі України "Про Національний банк України"[19].

А. Савченко у підручнику "Макроекономічна політика" зазначає, що монетарна політика – це сукупність заходів щодо регулювання грошового обігу, кредитування і курсоутворення [20]. Вважаємо, що сфера грошового обігу та кредиту як об'єкт регулювання є надто узагальненим трактуванням і потребує подальшої деталізації. Б. Адамик зазначає, що ГКП являє собою "заходи та дії регулятивного характеру, що здійснюються безпосередньо центральним банком чи за його участю та реалізуються через грошовий ринок у всіх його різновидах, включаючи валютний" [21]. В. Ющенко, В. Лисицький зазначають, що монетарна політика на економіку впливає через ефект рівноваги на грошовому ринку, адже витрати економічних агентів на споживання та інвестиції безпосередньо залежать від кількості грошей і рівня процентних ставок [17].

Безперечно, за допомогою операцій на відкритому ринку, регулювання нормативів обов'язкового резервування, процентної та валютної політики центральний банк (ЦБ) впливає на рівень відсоткових ставок, доступність грошових ресурсів, цінність національної валюти. Таким чином, ЦБ впливає на параметри фінансового ринку, проте безпосередньо першим на монетарні імпульси реагує саме сегмент фінансового ринку, на якому здійснюються короткострокові операції. Таким чином, вважаємо, що об'єктом безпосереднього впливу ЦБ є грошовий ринок, зміни параметрів якого під дією монетарних факторів поширюються на інші сегменти фінансового ринку, передаючись до реального сектора економіки.

У табл. 1.1 представлено систематизацію поглядів науковців на сутність грошового ринку, проведену Т. Савченком [22].

Таким чином, представники першого підходу ототожнюють поняття грошового та фінансового ринків, якщо під грошами розуміються фінансові активи. І. Школьник [23]також надає досить розширене трактування грошового ринку, поділяючи його на депозитний, кредитний та валютний сегменти як коротко, так і довгострокового характеру. Прихильники інших підходів відзначають короткостроковий характер застосовуваних на грошовому ринку

інструментів, причому трактування останнього за другим підходом найбільш поширене для країн з ринками, що формуються, а третього – для країн з розвинутими ринками, виходячи із здійснюваних там найбільш поширених операцій – операцій з цінними паперами.

Таблиця 1.1 – Систематизація поглядів науковців на сутність грошового ринку

Прихильники підходу	Сутність грошового ринку	Характерні риси підходу
М. Савлук, Д. Пирс, А. Пивовар, К. Маконнелл, С. Брю	Будь-який ринок позикових коштів, на якому купується та продається специфічний товар – гроші	Комплексний підхід, що відображає найбільш широке розуміння грошового ринку
М. Лапуста, П. Нікольський, А. Азриліян, А. Борисов, Б. Райзберг, Л. Лозовський, P. Rose	Ринок, на якому здійснюються депозитно-кредитні операції, які мають переважно короткостроковий характер	Процесний підхід, що відображає залучення та розміщення тимчасово вільних грошових коштів
Дж. Доунс, Дж. Е. Гудман, П. Самуельсон, В. Нордхауз, В. Шимов, В. Каменков, Д. Розенберг, Fr. Mishkin, L. Ritter, W. Silber, H. Johnson, R. Glenn	Ринки, на яких купуються та продаються короткострокові (до 1 року) фінансові (боргові) інструменти	Об'єктний підхід, в якому увага акцентується на інструментах грошового ринку

Вважаємо, що ключовою ознакою грошового ринку є короткостроковий характер фінансових активів, що обертаються на ньому, який визначає їх високу ліквідність, тобто здатність бути обміняними на гроші в найкоротші строки. Термін "грошовий ринок" вживаємо для позначення короткострокового сегмента фінансового ринку. Деякі науковці [24, с. 11] у структурі грошового ринку виділяють обліковий, міжбанківський та валютний сегменти. Вважаємо, що вищенаведена класифікація є неоднорідною, адже при виділенні у структурі грошового ринку валютного та облікового

Державний навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

сегментів критерієм визначення є об'єкт купівлі-продажу, а при виділенні міжбанківського ринку – суб'єкти здійснюваних операцій.

Враховуючи вищенаведене, у структурі грошового ринку пропонується виділяти наступні сегменти, на яких здійснюються короткострокові операції: ринок цінних паперів (а саме ринок боргових та похідних цінних паперів), ринок кредитів, ринок депозитів та валютний ринок, який пронизує попередньо названі сегменти (рис. 1.1).

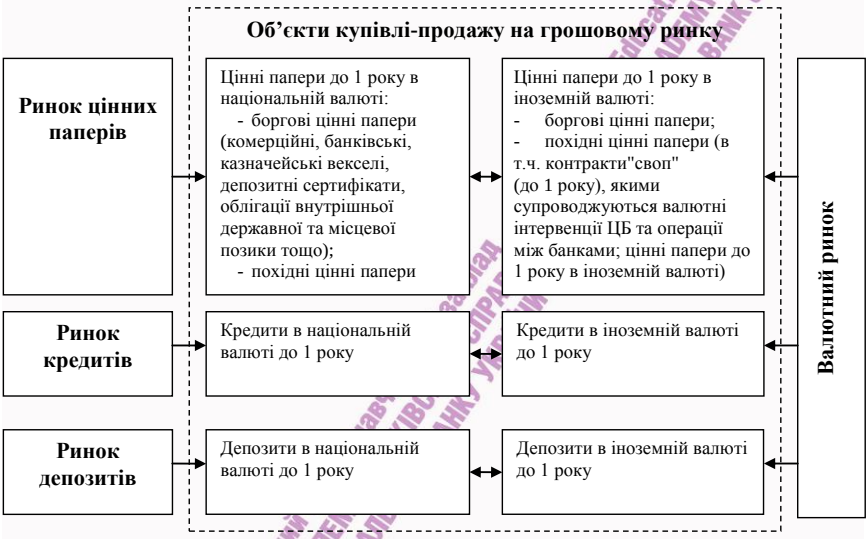

Рисунок 1.1 – Сегменти грошового ринку та перелік об'єктів купівлі-продажу на них

Відмітимо, що сегменти фінансового ринку, поділені за строковістю здійснюваних операцій (грошовий ринок, як короткостроковий сегмент фінансового ринку, ринок капіталів,як довгостроковий сегмент) та за видами об'єктів купівлі-продажу (ринок цінних паперів (в т.ч. деривативів), кредитів та депозитів) є взаємопов'язаними та взаємопереплетеними, що і представлено на рис. 1.2.

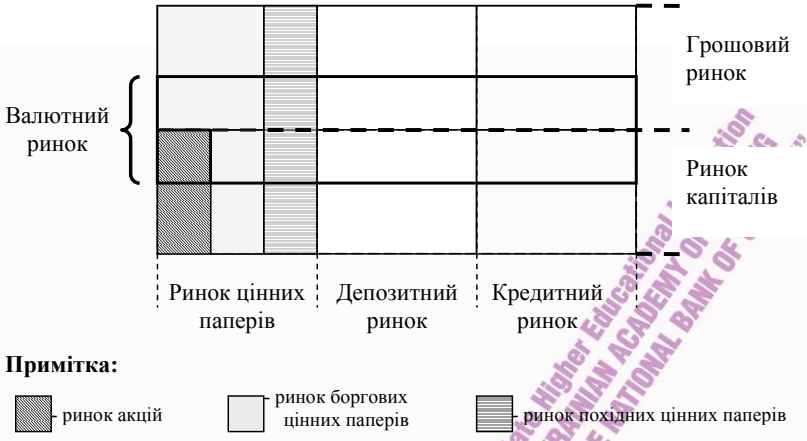

Рисунок 1.2 – Структура фінансового ринку

Отже, визначено, що об'єктом безпосереднього впливу ЦБ є короткостроковий сегмент фінансового ринку (грошовий ринок), через який монетарні сигнали передаються до інших секторів фінансового ринку, а через них, у свою чергу, до реального сектора економіки.

1.1.3 Комплекс забезпечення грошово-кредитного регулювання

Як і в будь-якій системі, в структурі грошово-кредитного механізму виділяється також певний комплекс забезпечення, що визначає основи його функціонування. До основних видів забезпечення монетарного механізму відносимо:

- правове, що містить нормативно-правові акти органів державної влади, в т.ч. парламенту, уряду, ЦБ та міжнародних інституцій;
- інструментальне, представлене грошово-кредитними засобами;
- методичне, яке включає рекомендації та роз'яснення ЦБ щодо особливостей організації грошово-кредитних відносин;
- програмно-технічне забезпечення, представлене платіжними системами (Система підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України Національного банку України, міжбанківські платіжні системи (напр., СЕП НБУ), системи масових платежів (напр., вітчизняні: НСМЕП, УкрКарт та міжнародні: VISA, MasterCard та ін.) тощо), які сприяють підвищенню ефективності функціонування монетарного механізму. Платіжна система є основним компонентом інфраструктури

фінансового сектора і сприяє переміщенню коштів до галузей економіки [25, с. 34]. Платіжні системи сприяють розвитку безготівкового обігу, прискорюють швидкість обігу грошей в цілому, збільшують базу оподаткування за рахунок зменшення шансів приховати доходи. Розлад у платіжній системі часто є одним з найперших і безпосередніх проявів зародження фінансової кризи [26, с.130].

- інформаційне забезпечення, що є масивом інформації, необхідної у процесі розробки та реалізації монетарних рішень (інформація про стан розвитку фінансового ринку, показники економічної динаміки, аналітичні та дослідницькі матеріали НБУ тощо). Ефективність монетарної політики суттєво залежить від якості інформації, що знаходиться в розпорядженні центрального банку. Вона має бути вичерпною, своєчасною та достовірною.

В Україні вплив на ГКМ через формування його законодавчого забезпечення здійснюють Президент України та Верховна Рада України (ВРУ) шляхом призначення та звільнення керівництва НБУ. Вплив ВРУ та Уряду виражається в ініціюванні та прийнятті законів України (наприклад, "Про Державний бюджет України", "Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи" тощо), а також через складання та затвердження основних прогнозних і програмних документів економічного і соціального розвитку України. В. Стельмах, А. Єпіфанов, Н. Гребеник, В. Міщенко стверджують, що центральний банк, як провідник монетарної політики, повинен враховувати загальноекономічні цілі та узгоджувати свої дії з іншими державними установами, що формують загальноекономічну політику держави [27, с. 48]. Вважаємо, що ЦБ може дотримуватися вищеописаного принципу, якщо дії інших органів державної влади не суперечать дотриманню стабільності національної грошової одиниці.

Вагомий вплив на монетарну політику України здійснює Міжнародний валютний фонд, особливо на етапі кризового та посткризового розвитку при наданні країні кредитів з умовою виконання рекомендацій, в тому числі і в сфері грошово-кредитної політики. Прикладом впливу МВФ є те, що відповідно до Меморандуму про економічну і фінансову політику в рамках фінансової програми "стенд-бай" НБУ з квітня 2009 р. встановив офіційний валютний курс гривні як середньозважений курс покупців та продавців міжбанківського валютного ринку України за попередній робочий день. Вищезазначене формує особливості правового забезпечення, а отже, основи функціонування монетарного механізму в Україні.

Від якості методичного забезпечення залежить ступінь розуміння нормативно-правових актів, що впливає на швидкість та адекватність реакції суб'єктів економіки на їх впровадження, а отже, на досягнення поставлених монетарних цілей.

1.1.4 Грошово-кредитні засоби

Регулюючий вплив на фінансовий ринок безпосередньо через його грошовий сегмент ЦБ здійснює за допомогою засобів грошово-кредитної політики, що сприяють досягненню комплексу монетарних цілей.

У науковій літературі існують дискусії щодо співвідношення між поняттями засобів, інструментів, методів та важелів ГКП. У законі "Про Національний банк України" поняття засобів та методів ототожнюються і виражаються в переліку заходів [19], які В. Стельмах, А. Єпіфанов, Н. Гребеник, В. Міщенко в підручнику "Грошово-кредитна політика в Україні" називають інструментами монетарної політики. Дану точку розділяє Ф. Мишкін [28] та М. Савлук [29, с.187]. Натомість Р. Дорнбуш відносить вищезазначені елементи до методів грошово-кредитної політики [30, с. 388]. У даному питанні ми схиляємося до погляду В. Стельмаха, А. Єпіфанова, Н. Гребеник та В. Міщенка, які до грошово-кредитних методів відносять:

- адміністративні: втручання безпосередньо в економічні процеси;
- ринкові: регулювання грошово-кредитного ринку шляхом застосування ринкових механізмів без втручання державних органів управління;
- змішані: використовуються в країнах, які стали на шлях економічних перетворень (постсоціалістичні країни) [3, с. 129-130].

Аналогічним є погляд М. Савлука, який у підручнику "Гроші та кредит" поділяє монетарні інструменти на заходи прямого впливу (прямі обмеження на здійснення емісійно-касових операцій, введення прямих обмежень на кредитування ЦБ комерційних банків тощо) та опосередкованого впливу (операції на відкритому ринку, регулювання норм обов'язкових резервів, процентна політика, рефінансування, регулювання валютного курсу) [29, с. 187]. Отже, методи являють собою характеристику способу впливу монетарного інструмента на параметри грошового та фінансового ринків загалом.

Інші науковці (Л. Кривенко, О. Дутченко) зазначають, що засоби грошово-кредитного регулювання національної економіки передбачають органічне поєднання інструментів, методів і важелів грошово-кредитної політики. Методи грошово-кредитного регулювання об'єднують

декілька грошово-кредитних інструментів, а важелі передбачають синергетичне комбінування на практиці як грошово-кредитних інструментів, так і методів [31, с. 9]. На відміну від наведеного вище досить охоплюючого трактування грошово-кредитних важелів, у науковій літературі зустрічаються і протилежні точки зору. Так, наприклад, В. Стельмах зазначає, що "важелями впливу обов'язкових резервних вимог як монетарного механізму регулювання грошово-кредитного ринку є розрахунковий період, обсяг обов'язкових резервів, які мають щоденно на початок операційного дня зберігатися на кореспондентському рахунку, норма обов'язкового резервування, її частота змін, об'єкт резервування ("база" обов'язкових резервів), розмір і вид активів, що можуть зараховуватися для покриття обов'язкових резервів [27, с. 271].

Таким чином, на основі аналізу поглядів науковців виявлено певний плюралізм їх думок з даного питання. На нашу думку, монетарні засоби включають в себе певну сукупність заходів, що виражаються в застосуванні монетарних інструментів. Таким чином, ми приєднуємося до погляду Б. Івасіва, який зазначає, що напрями грошово-кредитного регулювання (процентна і валютна політики, політика рефінансування, резервних вимог та операцій на відкритому ринку) мають набір власних інструментів і механізмів [32, 371]. Методами вважаємо характеристику способу впливу монетарних інструментів на фінансову сферу економіки, що виражаються в застосуванні тих чи інших інструментів, які можна віднести до ринкового, адміністративного чи змішаного характеру дії на показники фінансового сектора. Щодо важелів ГКП, то ми погоджуємося з поглядом В. Стельмаха на дане питання, вважаючи їх кількісними та якісними параметрами інструментів ГКП. Таким чином, комплексне уявлення щодо співвідношення між монетарними засобами, методами, важелями та інструментами наведено в табл. 1.2.

Таблиця 1.2 - Співвідношення між заходами, методами, інструментами та важелями ГКП

Заходи	Інструменти	Важелі	Методи
1	2	3	4
Процентна політика	Облікова ставка, ставки рефінансування, вилучення ліквідності з ринку, які застосовує НБУ	Рівень процентної ставки	Ринковий

Продовження таблиці 1.2

1	2	3	4
Політика резервування	Нормативи обов'язкового резервування	Розмір і вид активів, що можуть зараховуватися для покриття обов'язкових резервів; обсяг обов'язкових резервів, який має щоденно на початок операційного дня зберігатися на коррахунку банку в НБУ; база резервування	Ринковий
Регулювання ліквідності банків	Операції рефінансування (кредити "овернайт", тендери з підтримання ліквідності)	Вимоги до забезпечення (вид забезпечення, розмір співвідношення кредиту рефінансування до наданого банком забезпечення); строки рефінансування тощо	Ринковий, змішаний
	Операції з власними борговими зобов'язаннями (депозитними сертифікатами)	Відсоткова ставка, строк залучення коштів тощо	Ринковий
	Операції з державними цінними паперами		Ринковий
	Операції "репо"		Ринковий
Валютна політика	Інтервенції на валютному ринку (угоди типу "тод", "том", "спот", "своп" тощо)	Параметри угод	Ринковий
	Цільові валютні "аукціони" для задоволення потреб фізичних осіб для сплати кредитів в іноземній валюті	Умови проведення (валюта, ціна аукціону, мінімальний розмір заявки тощо)	Змішаний
	Валютні обмеження	Кількісні, якісні параметри валютних операцій	Адміністративний

Таким чином, грошово-кредитні засоби представлені сукупністю заходів (процентна, валютна політика, політика резервування та регулювання ліквідності банків), які реалізуються через використання монетарних інструментів шляхом корегування їх параметрів (важелів), характеризуючись різним способом впливу (адміністративним, ринковим чи змішаним) на фінансовий ринок при безпосередній дії на його грошовий сегмент.

У розвинутих країнах застосовуються виключно ринкові методи монетарного регулювання, основним серед яких є операції на відкритому ринку – "найсуттєвіший чинник змін грошової маси, головне джерело коливань пропозиції грошей" [27, с. 512].

В Україні при існуючому рівні розвитку фінансового ринку операції на відкритому ринку є недостатньо ефективним інструментом, натомість активно використовуються заходи валютної політики, рефінансування та регулювання резервних вимог. Н. Гребеник (у 2010 р.) зазначає, що "в Україні, починаючи з 1992 р. і дотепер, обов'язкові резерви є домінуючими серед сукупності механізмів та інструментів монетарної політики" [4, с. 11].

До того ж у найбільш нестабільні періоди розвитку економіки в країні використовуються адміністративні та змішані методи монетарного управління. Так, в кінці 2008 р. застосовувалися жорсткі заходи регулювання валютного курсу (постанови Правління НБУ від 11 жовтня 2008 р.№ 319, від 5 листопада 2008 р. № 353 та від 7 листопада 2008 р. № 356). До методів змішаного типу відносимо застосовувані у 2009 р. заходи продажу валюти фізичним особам за пільговим курсом для погашення кредитів в іноземній валюті. Повчальними є слова М. Ротбарда, який зазначав, що " ...в сфері грошового обігу, як і в інших галузях людської діяльності, примус означає зовсім не порядок, а конфлікти і хаос" [33]. Безперечно, адміністративні заходи приносять лише короткострокову стабілізацію, травмуючи перебіг економічних процесів та загострюючи існуючі проблеми в перспективі. Варто переходити до інструментів, що непрямо впливають, а формують певні умови на ринку для досягнення необхідних макроекономічних індикаторів розвитку країни.

1.1.5 Цілі грошово-кредитного регулювання

Грошово-кредитний механізм, як і будь-яка система, має певні цілі функціонування, представлені орієнтирами монетарної політики. Значимість аналізу ієрархії цілей ГКП підтверджується поглядом представників НБУ, які зазначають, що "ефективність грошово-кредитної політики визначається правильністю вибору її цілей: стратегічних, проміжних і тактичних" [34, с. 136].

Серед науковців, що досліджують систему монетарних цілей в Україні, є певні розбіжності в поглядах на дане питання, проте більшість авторів виділяють три групи цілей: тактичні або оперативні, проміжні та стратегічні або кінцеві (табл. 1.3).

*Таблиця 1.3 – Погляди економістів стосовно цілей грошово-кредитної політики**

Науковець	Поточні цілі	Проміжні цілі	Стратегічні цілі
1	2	3	4
М. Савлук	Регулювання ключових економічних змінних, а саме: - грошової маси; - ставки процента; - валютного курсу	Зміна ринкової кон'юнктури	Ключові цілі загальноекономічного розвитку
Ф. Мишкін	- резервні агрегати (резерви, грошова база); - процентні ставки (міжбанківські, процент по векселям Казначейства)	- грошові агрегати; - процентні ставки (коротко і довгострокові)	- високий рівень зайнятості; - стабільність цін; - стабільність на фінансових ринках
М.Макаренко	- обсяг операцій на відкритому ринку; - норма резервних вимог; - рівень облікової ставки процента; - обсяг рефінансування банків; - обсяг валютних інтервенцій	- динаміка пропозиції грошей у формі грошової маси та монетарної бази; - ринкова ставка процента; - обмінний курс національної грошової одиниці	- додатна динаміка реального ВВП на потенційному рівні; - підтримання повної зайнятості; - стабільність цін на рівні інерційної інфляції; - зовнішньоекономіч на збалансованість
В. Коваленко	- зміна грошової бази; - зміна умов надання кредитів	- грошова маса; - рівень процентних ставок	- економічне зростання; - зайнятість; - стабільність цін; - рівновага платіжного балансу
І. Михайлівська	- темпи росту грошової маси; - кредити комерційним банкам; - рівень процента на міжбанківському ринку	- темпи приросту грошової маси; - процентні ставки комерційних банків; - рівень процентів за державними облігаціями	- стабільність цін; - економічне зростання; - стабільність фінансових ринків

* Складено на основі [29, с. 184-186;35, с. 9; 36, с. 58; 37, с.334; 38, с.357; 2]

Продовження табл. 1.3

1	2	3	4
А. Щетинін	головна ціль – забезпечення стабільності національної грошової одиниці		- забезпечення можливостей ефективного функціонування суспільного виробництва; досягнення економічного зростання
М. Небава		- процентна ставка; - грошова маса; - валютний курс	- економічне зростання; - повна зайнятість; - стабільність цін; - життєздатний платіжний баланс
Н. Островська	- управління обов'язковими резервами; - операції на відкритому ринку; - операції на валютному ринку; - рефінансування комерційних банків	- таргетування грошових агрегатів; - таргетування обмінного курсу; - таргетування інфляції; - грошово-кредитна політика без наявного номінального якоря	- зростання ВВП; - високий рівень зайнятості; - низькі темпи інфляції

Як бачимо, у науковій літературі цілі грошово-кредитної політики мають ієрархічну структуру, поділяючись на оперативні, проміжні та стратегічні. Необхідність визначення проміжних цілей викликана тим, що інструменти грошово-кредитної політики, в основному, не мають прямого, безпосереднього впливу на стратегічні цілі. Тактичні цілі – це оперативні завдання ЦБ щодо регулювання важливих економічних змінних для досягнення проміжних цілей. Тактика монетарної політики мусить бути гнучкою, тобто змінюватися відповідно до ситуації на ринку.

Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

Зазначимо, що у США в 50-60-х роках XX ст. як операційну мету використовували процентну ставку; у 70-х роках – грошові агрегати. З 1982 р. операційною метою ФРС знову стала процентна ставка, у 90-х роках як цільовий показник починає використовуватися ставка федеральних фондів. Центральний банк Німеччини до 1988 р. використовував як операційну мету показник грошової бази, а пізніше – агрегат М3, допускаючи при цьому його істотні коливання. Одночасно він контролював співвідношення між коротко і довгостроковими процентними ставками [39, с. 50].

До тактичних цілей в Україні відноситимемо показники, що підлягають найбільш оперативному вимірюванню та управлінню – темп росту монетарної бази та рівень короткострокових процентних ставок. Наведені показники до розряду оперативних цілей відносять Ф. Мишкін, В. Коваленко, І. Михайлівська. Вважаємо принциповим відмітити, що ціллю є не показник, а його кількісна характеристика (темп росту, ступінь волатильності), напрям зміни (збільшення, зменшення).

Орієнтири, що визначаються як проміжні, формуються під дією оперативних цілей та під впливом загальноекономічної кон'юнктури, очікувань та поведінки суб'єктів економіки і є менш контрольованими з боку ЦБ.

Цілком слушними видаються погляди багатьох науковців (Ф. Мишкіна, В. Коваленко, І. Михайлівської, М. Небави), які відносять до проміжних цілей темпи росту грошової маси, рівень середньо та довгострокових ринкових процентних ставок та стабільність фінансового сектора.

До стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання більшість науковців відносять стале економічне зростання, що обумовлюється стійким зростанням реального ВВП, помірним рівнем інфляції, повною зайнятістю та рівновагою платіжного балансу. Саме тому даний орієнтир вважаємо стратегічною ціллю другого порядку – ціллю загальноекономічної політики країни, складовою якої є монетарна політика. До стратегічних цілей першого порядку відносимо стратегічні завдання безпосередньо грошово-кредитної політики, що сприяють економічному зростанню і полягають в досягненні стабільності цін та валютного курсу.

Структурувавши запропоновані цілі грошово-кредитної політики, зобразимо їх на рис. 1.3.

Зазначимо, що в Україні, зважаючи на банкоцентричний характер фінансової системи, стабільність останньої виражатимемо в

стабільності функціонування банківської системи країни, що виступає основним фінансовим посередником в ланцюгу "заощадження - інвестиції".

Рисунок 1.3 - Ієрархія цілей грошово-кредитної політики в Україні

Навівши складові елементи грошово-кредитного механізму, опишемо взаємозв'язки між ними. Комплекс забезпечення монетарного механізму є підґрунтям у процесі прийняття монетарних рішень, визначаючи основи функціонування всього ГКМ. Грошово-кредитна політика, внутрішні процеси формування та реалізації якої визначені на основі ГКМ, впливає безпосередньо через грошовий ринок на показники фінансового сектора, і, як наслідок, на показники економічної динаміки крізь призму монетарного трансмісійного механізму. Останній представлений мережею каналів, які описують траєкторію руху грошово-кредитних імпульсів від ЦБ до реального сектора економіки.

На основі зворотного зв'язку, що є необхідним елементом у процесах управління, інформація про результати монетарного регулювання (про стан об'єкта регулювання, ситуацію в реальному секторі, ступінь досягнення грошово-кредитних цілей) надходить до ЦБ, який здійснює аналіз ефективності реалізованих заходів, що

представлений в аналітично-статистичних оглядах. Стан фінансової сфери в поточному періоді впливає на розробку Основних засад грошово-кредитної політики на наступний рік.

На рис. 1.4 наведено інтегроване поєднання ГКМ і трансмісійного механізму, що забезпечують реалізацію монетарної політики.

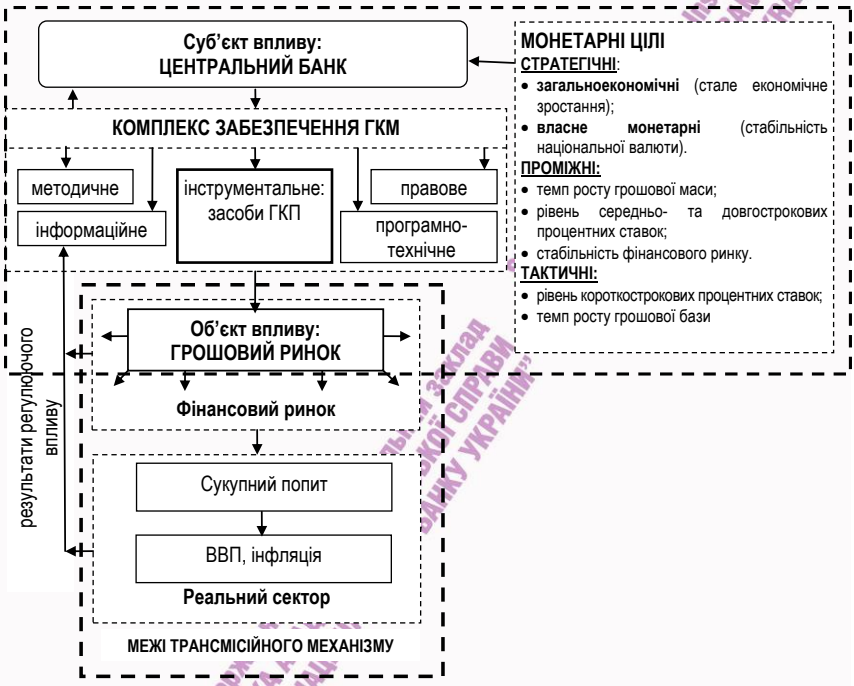

Рисунок 1.4 - Взаємозв'язок грошово-кредитного і трансмісійного механізмів для окреслення впливу ГКП на показники економічної динаміки

Таким чином, ГКМ розкриває внутрішні взаємозв'язки між елементами, функціонування яких виражається в реалізації ГКП, яка, відповідно, є зовнішнім проявом функціонування ГКМ. На основі вищенаведеного ГКМ визначаємо як сукупність процесів, що виникають при регулюючому впливі ЦБ на грошовий сегмент фінансового ринку за допомогою монетарних засобів для досягнення множини грошово-кредитних цілей, що, у підсумку, сприяє сталому економічному зростанню країни.

1.2 Макроекономічна динаміка та її зв'язок з грошово-кредитним регулюванням

1.2.1 Сутність та особливості динамічних процесів в економіці

Економічна динаміка являє собою рух, розвиток економіки як складної багатовимірної системи під дією зовнішніх і внутрішніх факторів. Дане поняття є антиподом статики, яка характеризує явища в певний момент часу, в стані спокою. Важливість вивчення економічної динаміки пов'язана із циклічністю, кризовими станами, регулярними підйомами та спадами, що спостерігаються в економіці з перебігом часу.

У межах нашого дослідження доцільним є визначення співвідношення між поняттями "економічна динаміка", "макроекономічна динаміка", "економічний розвиток" та найбільш використовуваним в літературі – "економічне зростання".

Загальноприйнятим є розуміння розвитку як якісних змін певного явища (як в бік розквіту, так і занепаду), спричинених змінами кількісних параметрів [40, с. 729; 41, с. 702].

Говорячи про розвиток по відношенню до економіки, прийнято визначати дане поняття як позитивні якісні зміни економічної структури. Таке розуміння вноситься в терміни "розвинуті країни", "країни, що розвиваються".

Поняття "зростання" характеризує позитивні зміни кількісних параметрів явища. Звертаючись до терміна"економічне зростання", науковці визначають його як довгострокову характеристику економіки. Н. Попрозман вважає, що економічне зростання національного господарства – це розвиток, що характеризується збільшенням реального обсягу виробництва у довгостроковому періоді. Дане явище є джерелом підвищення життєвого рівня нації, має і політичний аспект, що виражається в довірі до вищих органів влади, національній могутності та престижі [42, с. 39]. До цієї думки схиляються також Р. Макконнелл і Л. Брю, трактуючи дане поняття як здатність економіки виробляти більший обсяг продукції за рахунок зростання пропозиції ресурсів, поліпшення їх якості й технічного прогресу [43].

Н. Погореленко визначає економічне зростання як "кількісну і якісну зміну результатів виробництва та продуктивності його факторів, що супроводжується динамічним розвитком підсистем економіки країни"[44, с. 27]. Вважаємо, що дане визначення є допустимим, з

урахуванням того, що кількісна і якісна зміна результатів виробництва та його продуктивності має бути позитивною.

Отже, упродовж дослідження економіки за тривалий часовий проміжок кількісні зрушення можуть переростати в якісні, виражаючись у рівні розвитку продуктивних сил і виробничих відносин, що, в підсумку, сприяє підвищенню рівня життя населення. Це впливає на ототожнення деякими науковцями понять економічного зростання та розвитку, проте слід зазначити, що передумовою економічного розвитку є економічне зростання. П. Самуельсон та В. Нордгауз зазначають, що "економічне зростання означає збільшення потенційного ВВП країни" [45]. Таким чином, вважаємо, що економічне зростання країни допустимо описувати за допомогою довготермінового тренду розвитку економіки.

Говорячи про динаміку, маємо на увазі зміни та коливання поведінки певного явища. Таким чином, на нашу думку, економічна динаміка означає кількісні зміни в економічній системі, що відбуваються на мікро та макрорівнях. Мікроекономічна динаміка спостерігається в результаті розвитку окремих підприємств та локальних ринків. Макроекономічна динаміка складається в процесі економічного зростання та циклічних коливань ділової активності господарської системи і описується відповідними макроекономічними показниками. До останніх належать темпи та коефіцієнти зростання номінального і реального ВВП, загального рівня цін (інфляції), рівень безробіття.

1.2.2 Форми прояву макроекономічної динаміки

Науковці зазначають, що основними проявами макроекономічної динаміки є висхідний тренд розвитку, представлений темпом економічного зростання, та коливання ділової активності.

Класифікація можливих коливань:

- циклічні (кон'юнктурні), які полягають у періодично повторюваному зростанні та спаданні досліджуваного показника, що можна представити у вигляді синусоїди;
- сезонні коливання, що періодично повторюються у певні періоди року, місяця чи дня. Дані коливання чітко простежуються за період не менше, ніж рік;
- нерегулярні, серед яких можна виділити коливання, викликані соціальними катаклізмами (війнами, екологічними катастрофами) і випадкові коливання, спровоковані дією великої кількості відносно слабких другорядних факторів. Таким чином, враховуючи тренд

розвитку (T), циклічні (K), сезонні (S) та нерегулярні коливання (I) представимо ряд, що характеризує макроекономічну динаміку (Y) у вигляді наступної залежності (f) [46, с. 308]:

$$Y = f(T, K, S, I). \quad (1.1)$$

На основі викладеного вище пропонуємо визначати явище макроекономічної динаміки як коливання економічної системи країни вздовж довготермінового тренду її розвитку.

Економіка, якій притаманна циклічність – це, як зазначав Е. Хансен, не патологія, а властивість сучасної динамічної системи. Р. Харрод додав, що капіталістична економіка балансує на лезі ножа, їй внутрішньо властива динамічна нестабільність [47, с. 14].

Саме тому теорії економічного зростання та циклічності виступають центральним питанням у працях багатьох науковців. Важливе завдання, що стоїть перед вченими сьогодні, полягає у розвитку та синтезі існуючих поглядів з виділенням корисного знання, практичне застосування якого в реальній економіці сприятиме покращенню добробуту людей.

У науковій літературі поширена класифікація К. Макконела та С. Брю, які вважають економічне зростання та його динаміку результатом дії трьох факторів: попиту, пропозиції (кількість, якість природних та трудових ресурсів, обсяг капітальних благ, технологія) та ефективності розподілу ресурсів [48, с. 473-475]. При даній класифікації виникають труднощі віднесення певних чинників до факторів попиту чи пропозиції. Наприклад, інвестиції, державні видатки та інфляцію можна віднести одночасно до груп чинників попиту і пропозиції [49].

Проаналізувавши погляди науковців щодо теорії економічного зростання, пропонуємо наступну класифікацію чинників даного явища:

- За кон'юнктурним принципом:

а) Фактори попиту (бюджетно-податкова, монетарна, соціальна політика держави).

б) Фактори пропозиції:

1) природні, трудові ресурси;

2) технологія (А. Сміт);

3) капітал;

4) інвестиції (Дж. М. Кейнс, Р. Харрод, Є. Домар), інвестиції в людський капітал (Р. Лукас, П. Ромер).

- За характером ефективності:

в) Інтенсивні, коли збільшується ефективність від використання ресурсів:

г) спеціалізація праці (А. Сміт);

д) технічний прогрес (Р. Солоу);

е) рівень розвитку продуктивних сил.

ж) якість розподілу ресурсів.

- Екстенсивні, коли збільшується обсяг залучених ресурсів (капіталу, праці, природних ресурсів).

Економічне зростання представлене висхідним довгостроковим трендом розвитку економіки, на який накладені чергування спадів та підйомів економіки (цикли ділової активності). Економічний цикл – це коливання показників сукупної економічної діяльності на фоні загальної тенденції до зростання.

У науковій літературі виділяють фактори економічного зростання та фактори, що спричиняють циклічні коливання економіки. С. Нельсон, С. Плоссер вважають, що фактори, які визначають циклічність економіки та економічне зростання, є однаковими [50].

Відомо, що циклічність – це явище, що охоплює коротко, середньострокову перспективу розвитку економіки, а економічне зростання – довгострокове явище. При створенні моделей циклічності, тобто, досліджуючи економіку "під більшою лупою", науковці виділяють велику кількість факторів економічних коливань, які для аналізу довгострокового періоду розвитку економіки узагальнюються, або вплив яких виявляється нейтралізованим (коливання маси грошей). У наведеному нижче рисунку запропоновано співвідношення між факторами циклічності, економічного зростання і результуючими показниками при даних явищах (рис. 1.5).

Рисунок 1.5 - Співвідношення між факторами та індикаторами циклічності, економічного зростання та розвитку

1.2.3 Генезис теорій походження циклів та роль в них монетарних чинників

Питанням вивчення циклів займалися ще вчені Стародавньої Греції, пов'язуючи це явище з циклом руху Венери, появою плям на Сонці, що викликали різні соціальні катаклізми, коливання врожайності.

Д. Робертсон в"Есе з монетарної теорії" зазначав, що торгово-промисловий цикл варто розглядати "не як висип на прекрасному лику статичної рівноваги, а як вкорінений функціональний розлад залоз внутрішньої секреції, що регулюють темп органічного росту" [51, с. 124]. Графічне зображення циклу ділової активності представлено на рис. 1.6.

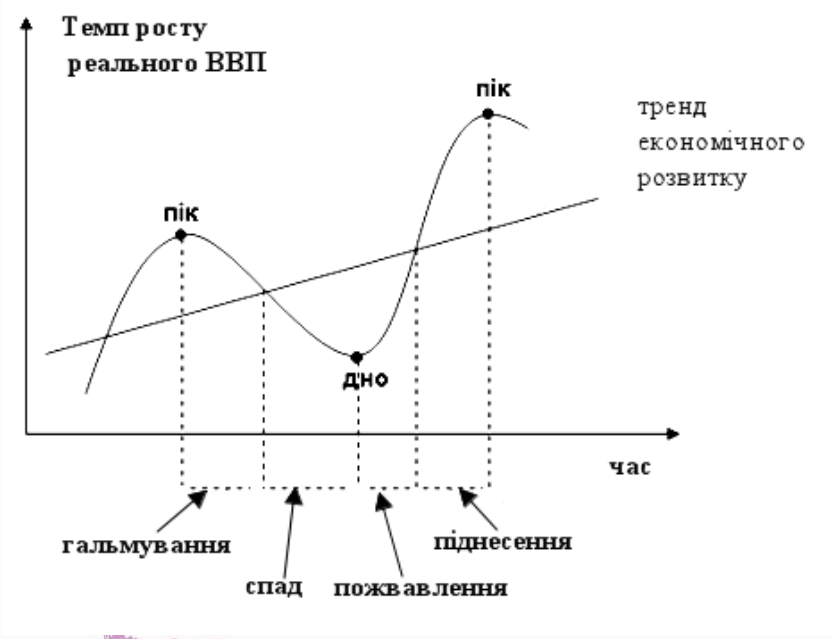

Рисунок 1.6 – Фази циклу ділової активності

Період зміни циклів характеризується ступенем різкості перегину. Пологі перегини свідчать про еволюційний розвиток економіки, плавний перехід на новий атрактор розвитку. У випадках стрімких змін можемо говорити про революційний розвиток економіки, що

представлений стрибкоподібною, "катастрофічною" зміною тренду. Досвід багатьох країн засвідчує, що зазвичай перехід від дна циклу до піку відбувається більш плавно, ніж процес зниження ділової активності.

Представники різних шкіл і напрямів економіки намагаються розгадати причину даного явища, визначити найвпливовіші фактори економічних коливань.

У. Мітчел зазначав, що внутрішні економічні процеси – абсолютно достатня причина для переходу з однієї фази циклу в іншу "без сторонньої допомоги з боку якої-небудь руйнівної обставини" [52]. Він зазначав, що цикли не залежать від прогресу техніки, росту населення, воєн, врожаю, шоків у грошово-кредитній політиці, проте у періоди перегину дані фактори все ж мають вплив. Рушійною силою циклу є пошуки прибутку.

Німецький науковець А. Леве здійснив розподіл теорій циклічності на основі грошових та реальних факторів. Крім того, Леве запропонував розподіл даних поглядів географічно: монетарна теорія характерна для англосаксонської економічної науки, а континентальна концепція направлена на аналіз реальних факторів циклічності економіки [51, с. 299].

Своєрідними є погляди А. Пігу, що розглядає причини циклічних коливань у двох площинах:

- імпульси, що дають початок коливанням (зміни у грошово-кредитній сфері, реальні фактори (врожай, винаходи, зміни смаків), психологічні причини – помилки в очікуваннях);

- умови, що визначають спосіб, у який економіка реагує на початкові імпульси [42,с. 165].

Дж. Кларк у книзі "Стратегічні фактори в економічному циклі" (1934 р.) висвітлює подібну до А. Пігу класифікацію факторів, що викликають цикли, виділяючи наступні:

- сили, що породжують цикли (війни, метеорологічні умови, винаходи);

- реакція економічної системи [53].

К. Віксель був першим, хто усвідомив існування двох проблем в дослідженні економічних циклів – проблеми поширення і проблеми імпульсу, а також першим, хто ясно сформулював теорію про те, що джерелами енергії, що підтримують економічні цикли, є неупорядковані поштовхи. К. Віксель вважав, що економічна система – це система, що просувається вперед нерегулярно, адже поява нововведень, нових способів використання вже існуючої техніки не є чимось регулярним, що в свою чергу, може викликати регулярні циклічні коливання [54]. Цікавим є ілюстрація цього Вікселем на прикладі удару палицею по

дерев'яному конику-гойдалці, що буде циклічно хитатися при хаотичному постукуванні по ньому палицею.

Детально проаналізувавши погляди науковців, проведемо класифікацію теорій циклічності на основі факторів, що викликають економічні флуктуації. Отже, пропонуємо наступний розподіл теорій:

- природнича, за якою економічні коливання спричинені рухом небесних тіл, впливом врожайності, народонаселення;
- психологічна, що полягає у песимістичному або оптимістичному ставленні до наявної ситуації, очікуваннях економічних суб'єктів;
- кон'юнктурна, що свідчить про ключову роль коливань сукупного попиту, пропозиції;
- інноваційна: значення науково-технічного прогресу в економічному зростанні;
- інвестиційна, за якої інвестиції виступають каталізатором циклів;
- монетарна: визначальна роль грошово-кредитних факторів у циклічному розвитку економіки;
- політична, що висвітлює вплив провладних політичних сил на економічну динаміку, які керуються інтересами збереження власного електорату.

Відмітимо, що погляди деяких науковців можна назвати синтезом декількох теорій, наприклад, до монетарно-психологічної теорії відносимо переконання Дж. С. Мілля, який визначав роль попиту на кредитування як головний фактор циклічності, що підсилювався спекуляціями, необгрунтованими песимістичними або оптимістичними настроями економічних суб'єктів.

У додатку А представлено розподіл поглядів науковців за наведеними вище теоріями, який засвідчив суттєвість ролі монетарних чинників у формуванні циклічних коливань. У той же час дослідження вищенаведених праць проілюструвало, що ці чинники значною мірою є першопричиною при трактуванні інвестиційної, інноваційної, кон'юнктурної та психологічної теорій циклічності.

1.2.4 Грошово-кредитні заходи антициклічного регулювання економіки

Монетарна політика є невід'ємним засобом на шляху до досягнення макроекономічної стабілізації. Центральний банк через канали монетарної трансмісії здійснює вплив на грошовий ринок, що передає імпульси до інших сегментів фінансового ринку та до

реального сектора економіки, змінюючи обсяги сукупного попиту, і як наслідок, темпу росту реального ВВП як ключового індикатора економічного зростання.

Ряд науковців звертають увагу на суттєвість впливу на економіку змін фінансового ринку (включає грошовий та інші сегменти), що передає монетарні імпульси від ЦБ до показників економічної динаміки. Зокрема, лауреат Нобелівської премії Ф. А. Хайєк у праці "Ціни і виробництво" (1931 р.) визначає вплив коливання маси грошей як важливий фактор появи економічних циклів. Надмірна грошово-кредитна експансія породжує бум інвестування, перегрів економіки, що прискорює спад. Спад наступає при вичерпуванні джерел інвестування, а саме банківського кредитування, заощаджень [51, с. 192-194]. Таким чином, для стабільного економічного зростання необхідним елементом є регулювання обсягів маси грошей в економіці, що є одним із завдань монетарної політики.

Представник кембриджської школи Р.Хоутрі акцентував увагу на необхідності регулювання обсягів кредитування. Науковець вважав, що підприємці "спокушаються" на низьку вартість кредитів, беручи позики. Розширення внаслідок цього виробництва веде до зростання доходів робітників, які вони в більшій мірі і швидше витрачають на споживання, ніж поповнюють заощадження. Надмірне зростання готівки, порівняно із загальною пропозицією грошей, призводить до відставання темпів нарощення банківських ресурсів і, як наслідок, до згортання кредитування. З часом обсяг депозитів в банках збільшується, що в подальшому сприятиме кредитній експансії і наступним циклічним коливанням. У даній ситуації одним із інструментів регулювання виступає облікова ставка[51, с. 181-188].

Дж. С. Мілль у праці "Основи політичної економії" (1848 р.) зосереджував увагу на тому, що очікування торговцями надприбутків, пов'язане з передбачуваним загостренням дефіциту будь-якого товару (на який є попит), викликає зростання попиту на кредитування, спричиняючи вичерпування ресурсів банків. Внаслідок цього зростає рівень відсоткових ставок, що призводить до банкрутств і кризи економічної системи. Вирішення вищеописаної ситуації можливе заходами монетарної політики. Дж. С. Мілль зауважував, що "упродовж майже півстоліття не було жодної комерційної кризи, відносно якої на банк не лягало б тяжке звинувачення, що він її породив або посилив" [55].

Інший науковець, Дж. Міллс, у доповіді "Кредитні цикли і виникнення явищ торгівельної паніки" (1867 р.) виділяв десятирічний цикл розвитку кредиту, протягом якого спостерігаються переходи від

періоду паніки до періоду спекуляції. Причина цього, на думку науковця, по суті -"не в гаманці, а в душі". Таким чином, Дж. Мілльс зазначає про психологічний фактор, спроектований на сферу кредитування, що викликає економічні флуктуації. Загалом психологічний фактор є суттєвим супровідним компонентом циклів ділової активності. А. Грінспен іще у 1998 р. зазначав, що людський чинник є основним, що впливає на динаміку ринку.

А. Маршал у праці "Економіка промисловості" (1879 р.) підкреслив іще сильніше, ніж Дж. Мілль, роль психологічного фактора у циклічному розвитку економіки. Безмежне розширення кредитування, на думку А. Маршалла, – головний фактор, що породжує спад [51].

Видатний український вчений М. Туган-Барановський у своїй теорії циклічності зазначав про наступні припущення:

- виробничій кризі передує фінансова;
- банки – резервуари тимчасово вільного капіталу, що перетворюється у виробничий стрибкоподібно;
- взаємозв'язок галузей економіки: одні виробляють засоби виробництва для інших, які збільшують їх закупівлі у період піднесення.

У фазі піднесення зростає попит на позичковий капітал за рахунок попиту підприємців, що планують розширити виробництво засобів виробництва і тих, що прагнуть придбати ці засоби виробництва. Науковець зазначає про явище спекуляцій, що підігрівають економіку і ціни. І. Туган-Барановський описував ймовірність появи "бульбашок" на ринку, тривалість яких залежить від довіри економічних суб'єктів до поточного стану економіки. З часом обсяги кредитних ресурсів вичерпуються, їх вартість зростає. Попит на засоби виробництва падає, викликаючи їх перевиробництво. Підвищення безробіття у галузях, що виробляють засоби виробництва, зменшує платоспроможний попит. Основну причину циклічності науковець вбачав у диспропорціях динаміки заощаджень та інвестицій, що починається в галузях, які виробляють засоби виробництва. Пізніше погляди на необхідність регулювання інвестицій розвинув Дж. М. Кейнс.

Загалом для досягнення макроекономічної стабілізації на етапі гальмування та спаду застосовують заходи експансійної монетарної політики, на етапі пожвавлення здійснюється менш стрімке монетарне стимулювання або збереження попередніх параметрів грошово-кредитних інструментів. У період пожвавлення центральні банки застосовують підходи рестрикційної політики, стримуючи ризик перегріву економіки.

У країнах з ринками, що формуються, ЦБ досить часто змінюють резервні вимоги, застосовують політику рефінансування та валютне регулювання. В розвинутих країнах перевага надається процентній політиці, операціям на відкритому ринку. Розглянемо заходи монетарного характеру, що застосовувалися деякими країнами в період фінансової кризи, що почалася у США в середині 2007 р., і після банкрутства LehmanBrothers набула глобального масштабу. Перелік інструментів ЦБ України, Росії та США, Німеччини, Великобританії, сформований на основі даних їх офіційних сайтів та аналітичних матеріалів [56], [57], наведено в додатку Б.

Узагальнюючи особливості використання заходів обмежувальної та стимулюючої ГКП та їх вплив на економічну динаміку, сформуємо наступну схему, відповідно до якої монетарні імпульси, змінюючи пропозицію грошей (Ms) та акумулюючись у динаміці ринкових процентних ставок, закладають основи інвестиційної, інноваційної, кон'юнктурної та психологічної теорій циклічного розвитку економіки. На рис. 1.7 представлено схему впливу монетарних заходів на основні фактори та, як наслідок, індикатори циклічності, що, в підсумку, відображається у рівні економічного зростання країни.

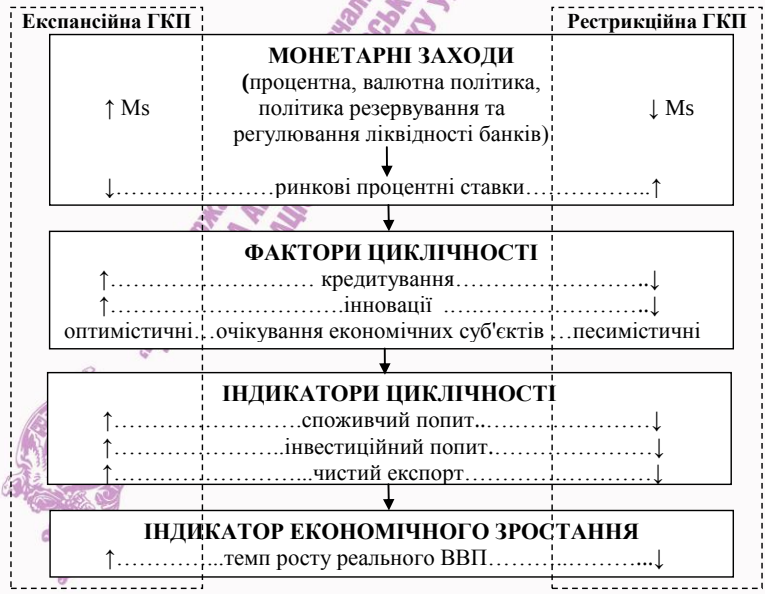

Рисунок 1.7 – Етапи впливу монетарних заходів на ключові показники економічної динаміки

Успішна модель сталого економічного зростання в Україні не може бути досягнута ні виключно методами монетарної, ні виключно методами бюджетної політики; потрібне поєднання механізмів та інструментів, властивих обом видам макроекономічної політики [58, с. 69].

Наявність деяких особливостей застосування монетарної політики як інструмента антициклічного регулювання викликає необхідність використання грошово-кредитних заходів у нерозривному тандемі з бюджетно-фіскальними для досягнення стабільного макроекономічного розвитку. Порівняння особливостей застосування вищезазначених заходів показано в табл. 1.4.

Таблиця 1.4 – Аналіз особливостей застосування заходів фіскального та монетарного регулювання

Критерій	Політика	
	фіскальна	монетарна
Характер політики	адміністративна	переважно ринкова
Внутрішній лаг (період часу між змінами в економіці і прийняттям рішень як реакції на них)	тривалий (державний бюджет затверджується на рік і рідко переглядається)	незначний
Зовнішній лаг (запізнення реакції економіки на заходи органів влади)	незначний	тривалий: до двох років [59]

Таким чином, фіскальна політика є більш ефективною у передкризові періоди за рахунок високої швидкодії фіскально-бюджетних заходів. У той же час, зважаючи на, як правило, більш поступову висхідну динаміку, порівняно зі спаданням економічних показників у циклах ділової активності, ГКП є більш ефективною на фазах пожвавлення та піднесення. У зв'язку з вищезазначеним у процесі застосування монетарної політики для ефективного антициклічного регулювання важливим питанням є ідентифікація та відслідковування випереджальних індикаторів бізнес-циклів.

1.2.5 Випереджальні індикатори зміни фази циклу та їх зв'язок з фінансовим ринком

Для попередження рецесії центральні банки країн світу відслідковують індикатори, що передують спадам та перегріву економіки.

Національне бюро економічних досліджень США (NBER) визначило наступний перелік випереджальних індикаторів циклічності: середня тривалість робочого тижня в промисловості, обсяг замовлень виробників, зміни цін на матеріали; зміни цін на акції; пропозиція грошей (М2); зміни в кредитуванні; індекс очікувань споживачів [60, с. 275].

Спеціалісти Організації економічної співпраці і розвитку (ЕОСD) у результаті низки досліджень виявили наступні випереджальні індикатори бізнес-циклів (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 - Випереджальні індикатори циклічності в деяких країнах світу [61]

Країна	Випереджальні індикатори
Росія	Світові ціни на нафту, грошовий агрегат М2, сальдо торгівельного балансу, індекс цін акцій
Польща	РОЕК, 3-місячна ставка LIBOR, видобуток вугілля
Китай	Грошовий агрегат М2, обсяг виробництва хімічних добрив, динаміка депозитів підприємств, імпорт з країн Азії, обсяг виробництва кольорових металів
Німеччина	Запаси готової продукції, індекс бізнес-клімату, грошовий агрегат М1, дохідність по довгостроковим державним облігаціям, індекс цін акцій
Великобританія	Прибутки підприємств, ціни на сировину, запаси готової продукції, продаж автомобілів, ставка за 3-місячними казначейськими векселями, обсяги споживчого кредитування, індекс цін акцій
Словаччина	Обсяг роздрібної торгівлі, індекс цін на промислові товари, індекс цін акцій, сальдо торгівельного балансу
Угорщина	Грошовий агрегат М1, кількість зареєстрованих безробітних, індекс цін акцій

Центр соціально-економічних досліджень Case (Польща)[62] до ймовірних випереджальних індикаторів циклічності в Україні відносить:

- скорегований індекс цін виробників (ІЦВ);
- очікування економічних суб'єктів;
- умови торгівлі;
- обсяг експорту;
- стан фінансової сфери: процентні ставки по кредитах, обсяг проблемних кредитів, грошовий агрегат М2, РЕОК.

У свою чергу, Міжнародний центр перспективних досліджень (Україна) вважає найсуттєвішими наступні індикатори бізнес-циклів в Україні:

- обсяг експорту товарів;
- світові ціни на чорні метали;
- реальний оборот роздрібної торгівлі;
- М2 з корегуванням на індекс інфляції;
- індекс ПФТС.

На думку М. Туган-Барановського, кризі реального сектора передує фінансова. Таким чином, важливим є аналіз випереджальних індикаторів нестабільності саме фінансового сектора. Варто зважати на тісний взаємозв'язок банківських і валютних криз, адже девальваційні флуктуації національної валюти значно підвищують ризик виникнення банківських криз, дестабілізація роботи ж банків, як наслідок, суттєво відображається на стані економіки, посилюючи нестабільність національної валюти. Саме тому запропоновано об'єднувати випереджальні індикатори банківських і валютних криз. Погляди деяких науковців щодо визначення найбільш суттєвих випереджальних індикаторів дестабілізації фінансової сфери наведено у додатку В[63].

Результати зазначених досліджень було систематизовано та доповнено деякими науково-дослідними організаціями. Зокрема науковці Інституту економіки та прогнозування НАН України і представники Інституту економічної політики ім. Е.Т. Гайдара випереджальними індикаторами фінансової нестабільності вважають серед між внутрішньою ставкою процента та ставкою LIBOR, внутрішній кредит, сальдо поточного рахунку платіжного балансу, інфляцію, умови торгівлі, грошовий мультиплікатор, РЕОК, індекс фондового ринку, вартість грошей на міжбанківського ринку, експорт. Крім вищеназваних, в Інституті економіки та прогнозування НАН України до них додають золотовалютні резерви, валовий зовнішній борг, притік/відтік капіталу, а в Інституті економічної політики ім. Е.Т. Гайдара - відношення маси грошей до золотовалютних резервів,темп росту депозитів,відношення ставки по кредитам до ставки по депозитам,"надлишкову" пропозицію грошей та індекс тиску на валютний ринок.

Цікавим є припущення Д. Харді та С. Пазарбасіоглу, які зазначають, що до випереджальних індикаторів появи банківської кризи належить висока волатильність темпів інфляції (типова ознака – зниження інфляції в рік, що передує кризі і зростання за два роки до цього) [64].

Г. Камінскі зазначає, що часто фінансовій нестабільності передує низьке покриття резервами короткострокових зобов'язань, надмірне (відносно ВВП) розгортання внутрішнього кредитування [65], що знаходить підтвердження у сучасних економічних реаліях. Погляди

науковців МВФ сходяться на тому, що коли обсяги кредитування зростають більш, ніж на 5 відсоткових пунктів вище ВВП на рік, і супроводжуються зростанням цін на акції на більш, ніж 15 %, це підвищує ймовірність фінансової кризи протягом наступних двох років до 20 % [66].

Аналіз випереджальних індикаторів є абсолютно необхідним, щоб вчасно застосувати монетарні заходи, зважаючи на значний зовнішній лаг їх дії. У таких умовах дуже влучною є відома аналогія Афталіона:"Якщо людина розводить вогонь у каміні, щоб нагріти кімнату, то потрібну температуру вона отримає лише через деякий час. Якщо в кімнаті холодно і термометр показує це, людина, що не має досвіду, могла б захотіти підкинути вугілля у вогонь. Дозволити собі слідувати своєму відчуттю холоду і показникам термометра означає неминуче перегріти кімнату" [51, с. 242].

Ефективність грошово-кредитного регулювання значною мірою визначається як своєчасним виявленням потенційних загроз розбалансування економіки, так і ступенем дієвості трансмісійного механізму у процесі передачі грошово-кредитних сигналів від ЦБ до реального сектора економіки.

1.3 Роль монетарної трансмісії в забезпеченні ефективності грошово-кредитного регулювання

1.3.1 Еволюція трактувань монетарної трансмісії

Грошово-кредитному регулюванню притаманний зовнішній лаг – період часу між запровадженням регулюючих заходів та реакцією економіки на них. Це пов’язано зі складністю, багатоетапністю монетарного трансмісійного механізму, який є ключовим чинником ефективності грошово-кредитного регулювання.

Дослідження суті трансмісійного механізму є необхідною передумовою здійснення ефективної грошово-кредитної політики. Саме тому багато науковців, серед яких В. Козюк [67], А. Мороз, М. Пуховкіна [68] пов’язують ефективність ГКП з рівнем надійності та дієвості механізму монетарної трансмісії. Поглиблене розуміння каналів механізму сприяє формуванню якісного макроекономічного прогнозу, зменшуючи невизначеність, а отже, ризикованість у прийнятті монетарних рішень, що сприяє зростанню їх ефективності. Дж. Тобін зазначав, що головною ціллю грошової теорії є аналіз механізму, що пов’язує фінансові змінні з реальними інвестиціями та

сукупним попитом в економіці. "Цей механізм є найбільш значимим для монетарної політики з практичної точки зору і, в той же час, залишається найменш вивченим" [69, с. 72]

У 30-х роках XX ст. Дж. М. Кейнсом було запропоновано використовувати монетарні заходи у складі антициклічної політики для виходу з Великої депресії. Це обумовило увагу до механізму передачі імпульсів з грошової сфери у реальний сектор економіки. Кейнс вперше визначив поняття трансмісійного механізму як систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [83].

Посилення уваги до сутності та особливостей монетарної трансмісії спостерігається з початку XXI ст. у розвинутих країнах світу, що пов'язано зі зростанням впливу фінансового ринку на реальний сектор економіки.

Суттєвий вклад в дослідження структури трансмісійного механізму здійснили наступні вчені:Ф. Мишкін [70], [71], Б. Бернанке, М. Гертлер [72], лауреати Нобелівської премії з економіки Ф. Модільяні [73], Дж. Тобін [74], Д. Стігліц [91].

Сучасне розуміння економічної сутності механізму монетарної трансмісії відрізняється від класичного кейнсіанського визначення. Його загальне трактування звучить як сукупність каналів, через які зміни у грошово-кредитній політиці центрального банку передаються до реального сектора економіки. Подібну точку зору мають С. Моісеєв [87, с. 38], Т. Унковська [75], Н. Погореленко [76, с. 395] О. Корчагін [77, с. 41], І. Крючкова [78, с. 6], П. Каллаур[79, с. 10], В. Бурлачок [80, с. 50] та ін.

Представники Національного банку України - В. Стельмах, В. Міщенко, А. Сомик трактують трансмісійний механізм як відносини з приводу передачі змін у використанні інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку на фінансову кон'юнктуру і в подальшому – на макроекономічні змінні, які відображають стан розвитку реального сектора економіки через складну сукупність каналів та зв'язків прямої і зворотної дії [81, с.205]. В. Лепушинський визначає монетарний трансмісійний механізм як ланцюг реакцій між фінансовими та реальними змінними, що відображають поведінку економічних агентів, та за допомогою якого рішення монетарної влади відбиваються на реальному секторі економіки [82].

Вважаємо, що передавальний монетарний механізм (далі трансмісійний або передавальний механізм), по суті, являє собою систему трансмісії грошово-кредитного регулювання, що здійснюється через монетарні передавальні канали.

Узагальнивши погляди науковців на сутність передавальних каналів, виділяємо наступну сукупність найбільш поширених каналів монетарної політики (рис. 1.8):

Рисунок 1.8 – Система каналів грошово-кредитного трансмісійного механізму

Трансмісійний механізм є сполучною ланкою між фінансовим та реальним секторами економіки. У випадку недостатнього розвитку фінансового ринку монетарні сигнали трансмісійного механізму можуть не дійти до реального сектора економіки – свого кінцевого пункту дії.

При аналізі дії грошово-кредитного регулювання виділяємо активну роль очікувань економічних суб'єктів, що впливають на ефективність загальнодержавної політики. Дж. М. Кейнс зазначав, що в динамічній економічній системі мінливі уявлення суб'єктів про майбутні зрушення здатні вплинути на поточну економічну ситуацію [83]. Динамічний стан економіки зі збуреними очікуваннями суб'єктів є досить небезпечним для макроекономічної рівноваги як з огляду можливості перешкоди державному регулюванню, так і на запобігання економічним шокам [84, с. 21].

Безперечно, рівень довіри впливає на точність та швидкість монетарної трансмісії. Трансмісійні канали описують траєкторію руху монетарних імпульсів, викликаних використанням центральним банком грошово-кредитних інструментів. Як видається, дані канали є умовним спрощеним представленням впливу ГКП на економічну динаміку, виділення яких використовується для моделювання та прогнозування результатів діяльності центрального банку.

1.3.2 Основні канали монетарного трансмісійного механізму

Центральний банк кожної країни формує модель трансмісійного механізму грошово-кредитної політики з урахуванням національних особливостей економіки, основними з яких є: масштаб економіки, її відкритість, рівень розвитку та структура фінансового ринку, інструментарій та цілі монетарної політики кожної країни тощо. Зазначені особливості знаходять своє відображення в тих чи інших каналах передавального механізму [85, с. 12].

Зазначимо, що історично першим було описано процентний канал. Традиційна кейнсіанська модель трансмісійного механізму (IS-LM) включає один канал – "процентні ставки – інвестиції", причому маються на увазі реальні процентні ставки (i_r). Інвестиціями (I) Дж. М. Кейнс вважав вкладення в нерухомість та розвиток діяльності підприємств.

При експансійній монетарній політиці зменшується рівень реальних процентних ставок. Варто зазначити, що зміну останньої Кейнс відносив до об'єктивних чинників, які впливають на граничну схильність до споживання, тобто монетарна політика, змінюючи рівень процентної ставки, також впливає на споживання, заощадження і, як наслідок, сукупний попит [21]. У своїх дослідженнях Дж. Тейлор емпірично виявив тісний вплив процентного каналу на споживчі та інвестиційні витрати [86]. Отже, схема передачі монетарних імпульсів через процентний канал є наступною:

$$Ms \uparrow \rightarrow i_{real} \uparrow \rightarrow I, C \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow, \qquad (1.2)$$

де Ms – маса грошей;

I, C – інвестиційні, споживчі витрати;

Y – ВВП;

P – рівень цін.

Зазначимо, що у структурі процентного каналу деякі вчені виділяють канали доходу та заміщення. Канал доходу виражається в зростанні доходу у власників фінансових активів і зменшенні його в позичальників. Канал заміщення запускає механізм міжчасового арбітражу, коли зростання процентної ставки викликає збільшення обсягів заощаджень економічних суб'єктів в поточному періоді, відкладаючи споживання. На думку С. Моісеєва, канал заміщення

"буде працювати, якщо в економіці поширене споживче кредитування" [87, с. 41].

Монетаристи розглядали трансмісійний механізм як систему "чорної скриньки", трактуючи норму відсотка лише як величину, похідну від встановлення попиту та пропозиції грошей. Критикуючи макроекономічну модель IS-LM, яка описує взаємодію макроринків, вони зазначали, що модель враховує лише вплив на ціни облігацій (процентні ставки), ігноруючи вплив на ціну інших активів. Це дало поштовх кейнсіанцям для подальшого розвитку вчення про трансмісійний механізм, заглиблюючись в систему передавальних каналів.

Було виділено низку каналів, пов'язаних з цінами активів та їх опосередкованим впливом на економічну динаміку. Дослідження даних каналів є особливо актуальним останнім часом в розвинутих країнах світу. Одним із них є канал цін акцій, який пов'язаний з коефіцієнтом Дж. Тобіна (q_Tobin): при експансійній монетарній політиці в економічних суб'єктів з'являється надлишок коштів, частина яких формує попит на фінансові активи, зокрема акції (D_{sh}), ціни (P_{sh}) на які зростають. Це призводить до зростання ринкової вартості підприємств, у порівнянні з відновною вартістю капіталу. Чим вищим є значення q-Тобіна, тим відносно дешевшими є інвестиції у розширення, що спонукає до нових вкладень.

$$Ms \uparrow \rightarrow D_{sh} \uparrow \rightarrow P_{sh} \uparrow \rightarrow q\_Tobin \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow . \quad (1.3)$$

Іншим важливим є канал ефекту багатства (добробуту) Ф. Модільяні (60-ті роки XX ст.). Цей канал описує вплив процентної ставки на ціни активів, а відповідно, й на стан добробуту та споживання економічних суб'єктів. При експансійній політиці центрального банку зростають ціни акцій (P_{sh}), що є важливою складовою багатства (W) домогосподарств. Унаслідок цього зростає їх дохід, люди, відчуваючи себе багатшими, збільшують споживання (C).

$$Ms \uparrow \rightarrow P_{sh} \uparrow \rightarrow W \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow . \quad (1.4)$$

Окремо виділяється канал цін нерухомості, траєкторія передачі монетарних імпульсів яким є наступною: експансійна політика ЦБ призводить до зростання попиту на нерухомість (D_{re}) і, як наслідок, до зростання ринкової вартості об'єктів нерухомості (P_{re}). Це, на думку Ф. Мишкіна, впливає на сукупний попит трьома шляхами:

- через збільшення інвестування у процес будівництва (I_{re});
- через зростання багатства домогосподарств (W), що стимулює їх більше витрачати на споживання (C);
- через зменшення витрат банків в умовах неповернення кредитів, де нерухомість виступає як застава. Це збільшує капітал банків ($BankCap$) і стимулює їх до подальшого кредитування ($Lending$), що сприяє активізації інвестиційного процесу (I) [88].

$$Ms \uparrow \rightarrow D_{re} \uparrow \rightarrow P_{re} \uparrow \rightarrow \begin{array}{c} I_{re} \uparrow \\ W \uparrow \rightarrow C \uparrow \\ BankCap \uparrow \rightarrow Lending \uparrow \rightarrow I \uparrow \end{array} \rightarrow Y, P \uparrow . \quad (1.5)$$

Важливим для аналізу є канал валютного курсу. З поширенням практики впровадження плаваючих режимів валютних курсів, глобалізації світової економіки та інтеграції країн роль даного трансмісійного каналу значно зростає.

У країнах, що розвиваються, канал валютного курсу вважається одним із найбільш швидкодіючих, але слабко передбачуваних елементів трансмісійного механізму ГКП. Динаміка валютного курсу зумовлюється змінами як грошових агрегатів, так і процентної ставки. Коливання курсу впливають на обсяги експорту-імпорту, а через них – на сукупний попит [39]. Зростання курсу національної валюти може впливати на сукупні витрати в економіці двома шляхами: через балансовий ефект для фінансових посередників і підприємств та ефект зміни відносних цін [89, с. 11]. Балансовий ефект проявляється у впливі курсових флуктуацій на стан балансів економічних суб'єктів, в структурі яких можуть бути значні зобов'язання в іноземній валюті. Це може призвести до обмеження їх діяльності, залучення нових позик. Ефект зміни відносних цін виражається у зміні вартості вітчизняних товарів, по відношенню до імпортних, що впливає на сукупний попит.

При експансійній політиці зниження процентних ставок веде до скорочення попиту інвесторів на активи, номіновані в національній валюті, що веде до девальвації курсу національної валюти (e). Здешевлення останньої призводить до невигідності імпорту та збільшення конкурентної переваги вітчизняних товарів на міжнародному ринку, а отже, зростання чистого експорту (NE), що сприяє зростанню ВВП. До того ж, девальвація курсу національної валюти погіршує баланси як фінансових, так і не фінансових корпорацій, при наявності в них боргу в іноземній валюті ($Dept_{for\_cur}$). Це призводить до несприятливого вибору та морального ризику (adverse selection and moral hazard), що викликає згортання процесів кредитування ($Lending$) та інвестування (I), внаслідок чого знижується обсяг реального ВВП і рівень цін.

$$Ms \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow \begin{matrix} NE \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow \\ Dept_{for\_cur} \uparrow \rightarrow Lending \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y, P \downarrow \end{matrix}. \quad (1.6)$$

Таким чином, реакція ВВП та рівня цін може бути як прямою, так і зворотною на девальвацію національної валюти. Емпірична значимість валютного каналу доведена Дж. Тейлором [90]. На силу та швидкість передачі монетарних імпульсів по валютному каналу впливають наступні фактори:

- частка імпортних товарів в інвестиційних витратах фірм;
- частка попиту на імпортні товари в споживчому попиті;
- обсяги боргу в іноземній валюті в сукупній заборгованості економічних суб'єктів, держави;
- рівень доларизації економіки країни.

Варто зазначити, що даний канал адекватно описує передачу монетарних імпульсів в економіці з плаваючим курсом національної валюти, де зміни процентних ставок здійснюють реальний вплив на курс. У країнах з фіксованим валютним курсом дія вищеописаної трансмісії монетарних імпульсів є обмеженою.

У країнах з ринками, що формуються, валютний канал має певні модифікації. Для стабілізації курсу національної валюти центральний банк застосовує валютні інтервенції, що прямо, а не опосередковано (через процентні ставки) впливають на курс. Тому даний канал можна назвати "прямим" валютним каналом. Він є дуже важливим, особливо у

країнах з високим рівнем доларизації та чутливості цін до курсових флуктуацій. До того ж даний канал є посилювачем монетарних імпульсів у випадку, коли економіка країни характеризується значною відкритістю, має пріоритетну орієнтацію на зовнішню стабільність національної валюти.

Велику увагу при дослідженнях трансмісійного механізму ГКП приділено аналізу кредитного каналу, який описує шляхи впливу ЦБ на пропозицію, доступність банківських кредитів. Зазначимо, кредитний канал має "мережу течій", що описують особливості передачі імпульсів до обсягів, ціни кредитних ресурсів.

Вузький кредитний канал (Narrow LendingChannel) полягає у зростанні обсягу ресурсів банку, в тому числі депозитів, викликаних експансійною політикою центрального банку, що збільшує пропозицію кредитів банків ($S_{lending}$):

$$Ms \uparrow \rightarrow \mathrm{Re}\, s \uparrow \rightarrow S_{lending} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow . \quad (1.7)$$

Зазначимо, що для країн з розвинутим фінансовим ринком даний канал менш відчутний, що пов'язано з наявністю багатьох джерел інвестиційних ресурсів. До того ж, замінити нестачу депозитів можна випуском депозитних сертифікатів, що не підлягають обов'язковому резервуванню в центральному банку. Дійсно, дослідження, проведені науковцями у 2007 р. (Альтунбас, Гамбакорта, Маркус), довели, що сек'юритизація активів зменшує вплив кредитного каналу, розширює ліквідність банків та джерела запозичень [91].

Балансовий або широкий кредитний канал (Balance-SheetChannel) відображає вплив монетарної політики на фінансовий стан потенційних позичальників, що, в свою чергу, відображається на обсягах кредитування ($S_{lending}$). Канал враховує явище асиметрії інформації на фінансовому ринку, що призводить до несприятливого вибору (надання кредиту ненадійним позичальникам) та недобросовісного використання (кредит використовується не за призначенням).

Б. Бернанке, М. Герлтер зазначають, що в умовах розвитку явища сек'юритизації цінні папери підприємств виступають в ролі застави при кредитуванні, ринкова вартість якої є вимірником благополуччя фірм.

$$Ms \uparrow \rightarrow P_{sh} \uparrow \rightarrow Risk \downarrow \rightarrow S_{lending} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow . \quad (1.8)$$

Важливо відмітити, що вищенаведений канал тісно пов'язаний з раціоналізацією кредиту, яку вперше виявили Дж. Стігліц, А. Вайс [91]. Зазначимо, що коли у банків недостатньо інформації або вартість доступу до неї висока, вони можуть обмежувати кредитування. Дж. Стігліц зазначає, що чим нижча ринкова вартість підприємства, тим вищими є несприятливий відбір та недобросовісне використання [92]. Явище раціоналізації кредиту проявляється у два способи:

- банк може відмовити позичальнику в наданні кредиту, навіть якщо той згодний на підвищення плати за нього. Це пояснюється високим ризиком помилкового вибору, адже, як правило, на таке згодні економічні суб'єкти з найбільш ризикованими інвестиційними проектами, що можуть збанкрутіти і збитки від кредитування понесе сам банк;

- банк може надати кредит, але в меншому розмірі, ніж того бажає позичальник.

Раціоналізація кредиту призводить до асиметрії реакції ринку на напрям ГКП. Так, при експансійній монетарній політиці збільшення кредитування відбуватиметься набагато повільніше, ніж темпи його скорочення при рестрикційних заходах ЦБ. Науково підтверджено, що кредитний канал є набагато дієвішим у періоди економічних спадів, ніж на етапах піднесення [89].

Заходи грошово-кредитної політики виконують, поряд з іншими, сигнальну функцію, інформуючи суспільство про наміри монетарної влади, що впливає на очікування і поведінку суб'єктів.

А. Маршал, говорячи про економічну політику, був переконаний, що "головна причина зла – недостатність довіри" [93]. Слабкий рівень довіри до політики центрального банку призводить до постійно песимістичних очікувань. Це викликає ситуацію, коли позитивні монетарні прогнози не сприймаються економічними суб'єктами, а негативні – провокують паніку. Несприятливі очікування суб'єктів економіки керують їх реальними діями, виражаючись у скороченні депозитних вкладень, збільшенні частки "некерованих грошей", побоюваннях довгострокового інвестування та ін.

Отже, важливим для аналізу є канал очікувань, який виражається в формуванні (під впливом зміни грошової пропозиції) оптимістичних або песимістичних очікувань економічних суб'єктів,

визначаючи їх поведінку в сфері споживання та заощаджень, що, у підсумку, відображається в обсягах ВВП та інфляції:

$$Ms \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \Delta Exp \rightarrow \Delta C, I \rightarrow \Delta Y, P. \quad (1.9)$$

На нашу думку, очікування залежать від рівня довіри до центрального банку, якості його комунікаційної політики та ефективності грошово-кредитного регулювання попередніх періодів.

Питання підвищення довіри до банківської системи стоїть однаково гостро та актуально для України та інших держав у період світової кризи, що почалася у США в 2007 р. Ослаблена банківська система похитнула позитивні очікування населення, посіявши сумнів у ефективності загальнодержавної політики в цілому.

Важливим питанням є також рівень довіри банків до економічних суб'єктів, який, знижуючись у період нестабільності, виражається у завищеній вартості кредитування, посилених вимогах до їх платоспроможності, явищі раціоналізації кредиту.

Дана ситуація формує "замкнуте коло", вийти з якого допоможе державна підтримка і, звичайно, взаємодопомога, партнерські відносини між підприємствами і банками. До того ж у країнах з ринками, що розвиваються, зниження довіри призводить до збільшення рівня доларизації економіки. Очікування впливають на вартість валюти та інших фінансових активів, що, зрештою, впливає, з одного боку, на депозитну базу, а з іншого – на доступність банківських кредитів.

1.3.3 Особливості монетарної трансмісії в різних групах країн

Розглянувши множину каналів монетарної трансмісії, доходимо висновку, що процентний канал є фундаментальним в передавальному механізмі. Зміна ринкових процентних ставок, сформованих під дією облікової ставки, інших монетарних інструментів, впливає на усі канали. Отже, описані нами трансмісійні канали є, по суті, деталізацією впливу на економіку процентного каналу. Це твердження є справедливим насамперед для розвинутих країн. Варто відмітити, що в країнах з новоствореними ринками спостерігається дещо нижча дієвість цього каналу, що пов'язано з недостатнім розвитком фінансового ринку, який послаблює міжринковий процентний імпульс і знижує його роль як фундаментального каналу в трансмісійному монетарному механізмі.

Система каналів передавального механізму країн з розвинутим фінансовим сектором наведена нижче (рис. 1.9):

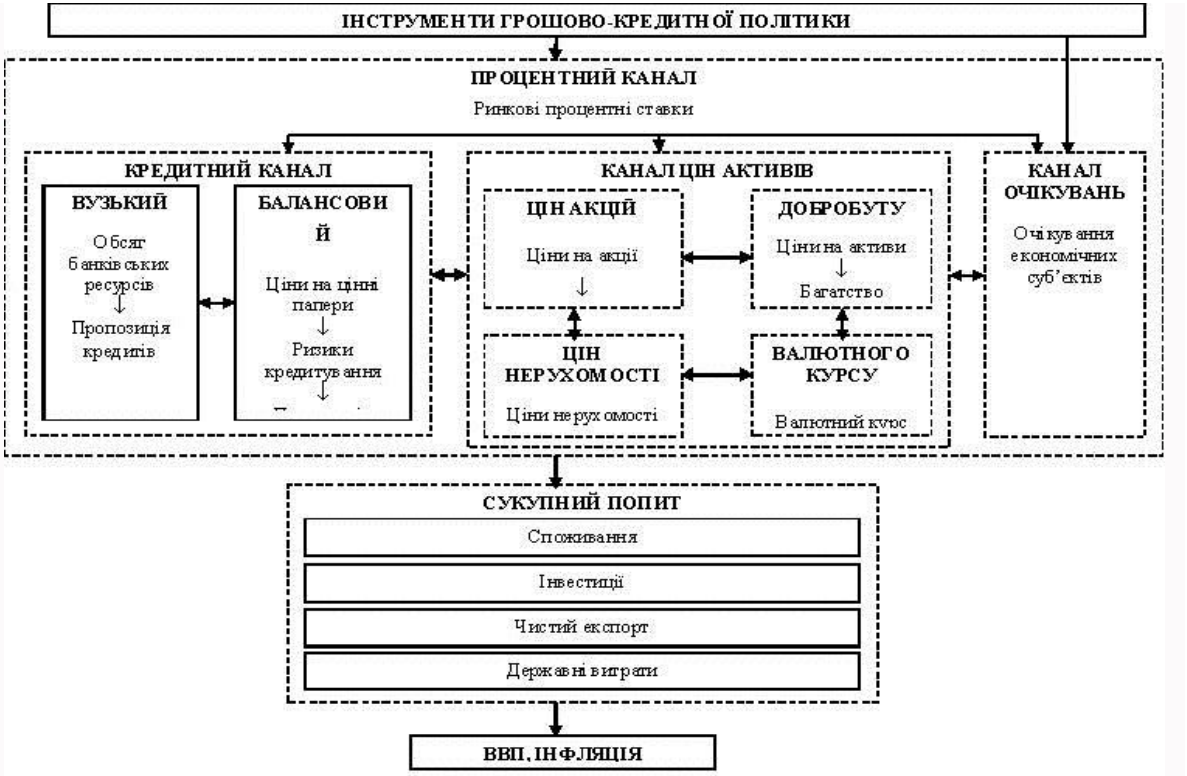

Рисунок 1.9 – Система каналів трансмісійного механізму монетарної політики країн з розвинутим фінансовим ринком

Безперечно, особливості функціонування та мережі імпульсів грошово-кредитної політики залежать від розвитку та особливостей економічних відносин кожної окремої країни, проте, вважаємо, допустимим є виділення двох груп країн, трансмісійний механізм яких має суттєві відмінності. Як критерій розподілу обираємо рівень розвитку фінансового ринку (табл. 1.6).

Таблиця 1.6 - Особливості каналів трансмісійного механізму для деяких груп країн

Назва каналу	Для країн з фінансовим ринком	
	розвинутим	недостатньо розвинутим
Процентний	Визначальний, дієвий	▪ недостатня чутливість ставок кредитування реального сектора до офіційних ставок ЦБ внаслідок високого рівня ризиковості надання позик; ▪ існування явища раціонування кредиту послаблює дію каналу.
Кредитний	▪ тісно переплетений з каналом цін активів; ▪ кредитування - важливе джерело інвестування здебільшого для малих та середніх підприємств	▪ в умовах банкоцентричної фінансової системи відіграє суттєву роль; ▪ значний обсяг споживчих кредитів посилює дію вузького кредитного каналу; ▪ кредитування є головним джерелом інвестування для як малих, так і для великих підприємств
Цін активів	значимий, дієвий	▪ швидка передача монетарних імпульсів через канал валютного курсу; ▪ незначна кількість ліквідних активів стримує дієвість каналу (серед обсягу цінних паперів на ринку переважає частка державних облігацій); ▪ високий рівень доларизації економіки
Очікувань економічних суб'єктів	Високий рівень довіри до політики ЦБ, переважно передбачувані, керовані очікування	▪ низька довіра до ЦБ, що збурює дію всього трансмісійного механізму; ▪ недостатня контрольованість очікувань економічних суб'єктів; ▪ потужний ефект очікувань на амплітуду циклічних коливань в економіці

Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine

Зазначимо, що в усіх моделях монетарної трансмісії таких країн Європи, як Бельгія, Німеччина, Іспанія, Греція, Франція, Ірландія, Італія, Нідерланди, Австрія, Португалія, Фінляндія, а також у моделі монетарного трансмісійного механізму Європейського Центрального банку (ЄЦБ), присутні канал валютного курсу, кредитний канал і канал заміщення (відображає залежність заощадження і споживання населення від процентної ставки) [94]. Розвинутий фінансовий ринок, у тому числі ринок цінних паперів, та активна участь у його функціонуванні всіх економічних суб'єктів розширює можливості центральних банків у реалізації монетарної політики через канал добробуту, який притаманний передавальним механізмам більшості із зазначених країн.

Моделі монетарних трансмісійних механізмів пострадянських країн, зокрема Казахстану, Росії, Білорусії, характеризуються спрощеною структурою. Так, основними складовими механізму монетарної трансмісії Казахстану є кредитний, валютний та грошовий канали (вплив інтервенцій центрального банку на грошову базу і масу, які, в свою чергу,впливають на обсяг кредитів в економіку та ВВП) [95]. Складовими білоруського трансмісійного механізму є кредитний, валютний та процентний канали [79]. Російські вчені емпірично доводять наявність каналів валютного курсу, банківського кредитування та монетаристського. Останній, запропонований А. Мецлером, характеризує ефект, який здійснює пропозиція грошей на ціни активів [87]. За принципом дії каналу рішення центральних банків змушують інвесторів змінювати структуру портфелів цінних паперів (наприклад, співвідношення між акціями та облігаціями). Попит на цінні папери певного виду спричиняє коливання їх цін [39].

1.3.4 Вітчизняна модель монетарної трансмісії

Щодо особливостей монетарної трансмісії в Україні, то фахівці Національного банку виділяли напередодні кризи у її структурі наступні основні канали: кредитний, процентний, цін активів (в тому числі, валютний) та канал очікувань економічних суб'єктів [85, с. 207].

Слід наголосити, що вже в 2010 р. представники Центру наукових досліджень НБУ зазначали, що вплив світової кризи та зміна пріоритетів монетарної політики (від зовнішньої до внутрішньої стабільності гривні та стійкості банківської системи) деформують модель трансмісійного механізму в Україні, яка на сьогодні знаходиться на етапі розробки [96].

Вважаємо, що в країнах з ринками, що формуються, процентний канал не є базисним. Вплив процентної політики ЦБ може бути менш потужним на інші канали монетарної трансмісії, ніж дія інших заходів (регулювання нормативів обов'язкового резервування, обсяги рефінансування банків, валютні інтервенції). Це визначає траєкторію просування монетарних імпульсів, що прокладають "найглибші борозни" по кредитному та валютному каналах. В умовах низької довіри населення до влади, в тому числі й до НБУ, передачу монетарних імпульсів гальмують, а інколи деформують та прискорюють негативні очікування економічних суб'єктів. Тому надзвичайно важливим є врахування каналу очікувань.

У зв'язку з недостатнім розвитком фондового ринку канали добробуту та цін акцій є малодієвими в процесі передачі монетарних сигналів. Аналогічне можна сказати про балансовий кредитний канал, адже на ринку котируються цінні папери лише великих корпорацій, тому коливання цін на фондовому ринку, в цілому, не впливає на балансові позиції підприємств в Україні. До того ж в нашій державі існує низький рівень обізнаності населення щодо альтернативних шляхів, окрім депозитів, вкладення коштів, недостатній рівень розвитку торгової інфраструктури для дрібних інвесторів [97]. У множині каналів цін активів виділяємо валютний та канал цін нерухомості, а серед мережі кредитних – вузький.

Вищесказаним обумовлена представлена на рис. 1.10 структура монетарного трансмісійного механізму в Україні.

Потужний вплив на економічну динаміку України здійснює валютний курс. Даний показник є чинником формування конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку, впливає на рівень цін в країні через "ефект переносу" цін. Канал валютного курсу спричинив суттєвий вплив на економіку в період світової кризи через значне погіршення балансів фінансових та не фінансових корпорацій, в структурі яких були значні борги в іноземній валюті. Роль даного каналу зростає в умовах переходу до плаваючого режиму валютного курсу. До того ж валютний канал в умовах позитивного сальдо платіжного балансу є одним із найбільш використовуваних механізмів емісії гривні. Аналогічну функцію виконує в Україні й кредитний канал, який в умовах банкоцентричної фінансової системи займає важливе місце в грошово-кредитній трансмісії. Значимість даного каналу підкреслюється суттєвою часткою кредитів в сукупності загальних активів банків, що за 2006-2010 роки, в середньому, склала 76 %. Серед факторів, що зменшують ефективність впливу НБУ через даний канал, виділяємо

орієнтацію банків на закордонні запозичення для формування ресурсної бази, явище раціоналізації кредитів. До того ж високі процентні ставки відповідно до моделі Мандела-Флемінга роблять український фінансовий ринок привабливим для іноземного капіталу, частка якого в банківській системі України, за станом на 01.01.2012 р., склала 40,9 %. Це стало однією з причин неконтрольованої Нацбанком кредитної експансії 2006-2007 років, що була суттєвим фактором загострення світової кризи в Україні. Варто додати, що в країнах, які розвиваються, П. Агенор та К. Ейноуі виявили, що у зв'язку з високими витратами на оцінку проектів, моніторингу позичальників та пов'язаним з цим ризиком банки змушені підтримувати високий рівень банківських резервів, що зменшує дієвість кредитного каналу монетарної трансмісії [98].

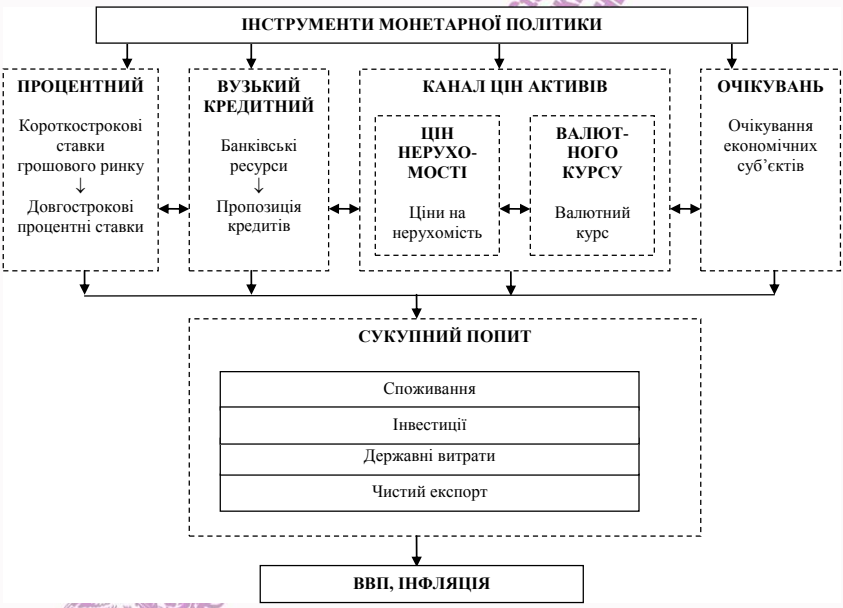

Рисунок 1.10 - Структура монетарного трансмісійного механізму в Україні

В Україні у зв'язку з недостатнім рівнем державної підтримки існує завищений попит на нерухомість як стратегічний об'єкт власності людини. Крім того, через недостатній рівень розвитку вітчизняного

ринку цінних паперів нерухомість та іноземна валюта залишаються ключовими активами, що обумовлює посилення їх ролі у впливі на інвестування та економічну динаміку в цілому.

У нашій державі відводиться значна роль каналу очікувань, який в умовах нестабільності банківської системи, національної валюти суттєво послаблює регулюючу позицію центрального банку, а в періоди стабілізації ситуації сприяє підвищенню ефективності дії грошово-кредитного механізму. Надзвичайно важливою в даній ситуації є розробка заходів щодо посилення довіри до НБУ. Окрім цього, ключовими умовами дієвості трансмісійного механізму є наступні:

- розвинений фінансовий сектор;
- довіра до ЦБ, що сприяє підвищенню довіри до банківської системи та національної валюти;
- незалежність ЦБ;
- сильна управлінська позиція ЦБ (незначна частка готівки в структурі грошової маси, дефіцит ліквідності банківської системи, незначний рівень доларизації економіки тощо)[85].

Отже, трансмісійний механізм є суттєвим структурним елементом грошово-кредитного регулювання, впливає на швидкість і точність передачі монетарних імпульсів до реального сектора, тим самим визначаючи ефективність монетарної політики.

Державний вищий навчальний заклад "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"
State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ У ВПЛИВІ НА МАКРОЕКОНОМІЧНУ ДИНАМІКУ

2.1 Комплексний підхід до оцінки ефективності дії грошово-кредитного механізму

2.1.1 Дискусійність поняття ефективності монетарної політики

Незважаючи на високу актуальність проблематики оцінювання ефективності дії грошово-кредитного механізму, у науковій літературі вона залишається недостатньо дослідженою.

Як вже зазначалося в попередньому розділі, грошово-кредитний механізм визначено як сукупність процесів, що виникають при регулюючому впливі центрального банку на фінансовий ринок через його грошовий сегмент за допомогою монетарних засобів для досягнення множини цілей грошово-кредитної політики, що в результаті, сприяє сталому економічному зростанню країни. ГКМ розкриває внутрішні процеси формування та реалізації ГКП, яка, відповідно, виступає зовнішнім проявом функціонування ГКМ. Отже, у дослідженні ефективності дії грошово-кредитного механізму доцільно починати з аналізу питань ефективності монетарної політики.

Дослідники В. Іванов та І. Софіщенко вважають, що "загалом, питання про ефективність грошово-кредитної політики дискусійне. Кейнсіанці вказують на невизначеність її кінцевого результату і складність зв'язку із сукупним попитом. Монетаристи звертають увагу на те, що вплив пропозиції грошей на сукупний попит відбувається через тривалий невизначений період" [99, с. 8]. Так чи інакше, монетарна політика є невід'ємним елементом регулювання економіки на сучасному етапі розвитку. Саме тому питання аналізу ефективності ГКП, як і раніше, викликає інтерес науковців, особливо актуалізуючись у періоди підвищеної нестабільності економіки.

У фаховій літературі й досить триває дискусія щодо використання термінів "ефективність", "результативність" та "дієвість" для характеристики якості проведення монетарної політики. Визначимо співвідношення між ними.

Класичне розуміння ефективності – співвідношення доходів до витрат – використовується для оцінки діяльності прибуткових організацій. Метою ж неприбуткових організацій є реалізація поставлених соціально-економічних цілей, ступінь досягнення яких є більш суттєвим критерієм, ніж обсяги витрат.

За даними "Великої енциклопедії", ефективність – це найбільш загальна, визначальна властивість будь-якої цілеспрямованої діяльності (процесу), яка виражається через ступінь досягнення поставленої цілі з урахуванням витрат ресурсів та часу [100, с. 130]. Проте в "Економічній енциклопедії" поняття ефективності ринкового регулювання вже трактується як результативність розв'язання суперечностей між масою товарів і послуг та платоспроможністю суспільства [101, с. 513]. Отже, виникає певне протиріччя між класичним визначенням поняття ефективності та його смисловим забарвленням по відношенню до певних явищ.

Поняття"ефективний" визначається у "Великій радянській енциклопедії" як той, що дає ефект, призводить до потрібних результатів, дієвий" [102, с. 323]. Тому не дивно, що в наукових колах спостерігається використання понять "ефективність", "результативність" та "дієвість" як синонімів.

Вказані поняття є складовими терміна"ефективність". Підтвердження цього зустрічаємо в енциклопедичному словнику, де результативність визначається як "складова частина або необхідна умова ефективності" [103]. Слід зауважити, що В. Стельмах та ряд науковців Центру економічних досліджень НБУ при аналізі ГКП зазначають, що "у цілому категорія "ефективність" характеризує дієвість, економічну результативність, успішність і корисний результат від досягнення поставленої мети" [27, с. 306].

Існує декілька підходів до визначення ефективності грошово-кредитної політики. Згідно з одним із них ефективність ГКП визначається рівнем досягнення збалансованості попиту і пропозиції грошей як головної умови зміцнення національної валюти [104]. За іншим підходом, це відсутність в економіці бумів і спадів, наявність стабільного розвитку і передбачуваної ситуації на грошових ринках, що досягається заходами монетарної політики [105]. Очевидно, автори даного визначення висунули надто високі вимоги до грошово-кредитної політики, говорячи

про забезпечення монетарними заходами відсутності бумів та спадів в економіці, адже ГКП повністю не усуває циклічності, а лише згладжує коливання економіки, діючи в нерозривному зв'язку з фіскально-бюджетною політикою.

В. Лепушинський зазначає, що коли йдеться про результативність, то отриманий результат зіставляється з поставленою ціллю, а у випадку ефективності – з витратами на його досягнення. При проведенні грошово-кредитної політики недоцільно говорити про витрачання якогось певного ресурсу в процесі діяльності центрального банку. Тому є сенс розглядати саме результативність грошово-кредитної політики з позиції наближення результату її реалізації до поставленої цілі[82]. Дійсно, визначення ефективності ГКП через відповідність одержаних результатів поставленим цілям [106], [107, с. 252] є найбільш поширеним твердженням. Проте вважаємо, що для комплексного аналізу якості монетарної політики, окрім результативності, важливим є дослідження швидкості досягнення поставлених цілей, тобто дієвості заходів центрального банку. Таким чином, ефективність ГКП виражається у ступені реалізації множини монетарних цілей, враховуючи витрати часу на їх досягнення.

Ефективність ГКП є комплексним та багатогранним поняттям. Підтвердження цього - точка зору А. Войтиної, яка зазначає, що ефективність ГКП є комплексною концепцією, що може бути проаналізована відносно різних елементів, таких, як цілі, інструменти, інституціональна структура, ступінь дискреційності прийнятих рішень або, врешті, зовнішнього середовища [108].

На думку П. Друкера, ефективність можна розуміти по-різному: в одному випадку ефективність полягає у створенні правильних речей (creating right things), в іншому – у здійсненні правильних кроків у процесі цього (doing right things) [109]. Таким чином, пропонуємо виділяти показники ефективності, які характеризують не тільки результат, а й процес його досягнення. Тому важливим є аналіз якості монетарного трансмісійного механізму, що розкриває швидкість та точність донесення грошово-кредитних імпульсів до реального сектора економіки, характеризуючи процес досягнення результату і,водночас, виражаючи дієвість ГКП.

Багато науковців, серед яких В. Козюк [67], А. Мороз, М. Пуховкіна [68], поєднують ефективність ГКП з рівнем надійності та дієвості механізму монетарної трансмісії.

Доцільно, на нашу думку, виділяти базові стандарти по відношенню до елементів монетарного механізму, які формують

принципи ефективності ГКП. До того ж пропонуємо ідентифікувати фактори, що нейтралізують або збурюють дію монетарних рішень (наприклад, несприятлива макроекономічна ситуація всередині країни або за її межами, недостатній рівень розвитку різних секторів фінансового ринку, політичні чинники, рівень монополізації економіки тощо).

Співвідношення між показниками, принципами та факторами ефективності монетарної політики представлено на рис. 2.1.

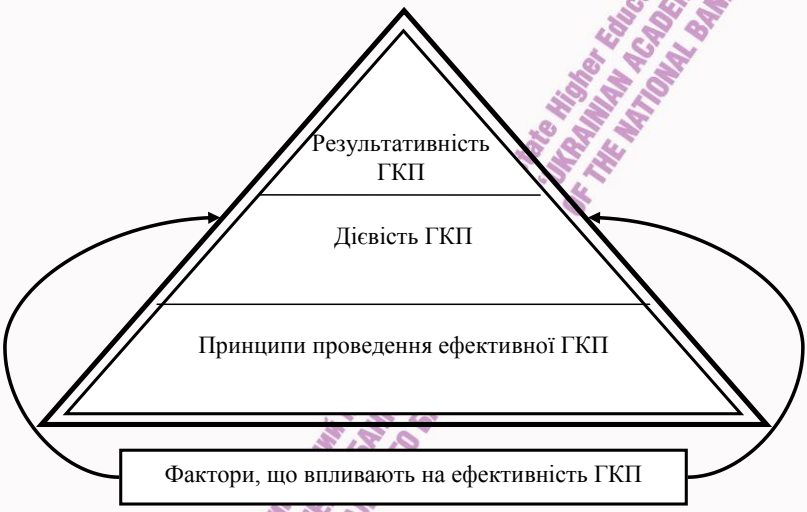

Рисунок 2.1 – Комплексний підхід до оцінювання ефективності ГКП

2.1.2 Принципи забезпечення ефективності грошово-кредитного регулювання

Принципами забезпечення ефективності монетарної політики можуть служити вимоги до функціональності елементів грошово-кредитного механізму, до яких віднесено суб'єкт регулювання (центральний банк), об'єкт безпосереднього регулюючого впливу (грошовий ринок), комплекс забезпечення функціонування ГКМ, що, у свою чергу, включає правову, програмно-технічну, методичну, інструментальну та інформаційну складові.

Базові вимоги до елементів забезпечення ГКМ, які сприяють здійсненню ефективної монетарної політики, представлені на рис. 2.2.

Варто відмітити високу значимість програмно-технічного забезпечення ГКМ, під яким розуміємо платіжну систему країни з точки зору комплексу технічних засобів, що забезпечують безготівковий обіг коштів, прискорюючи донесення грошових ресурсів до різних сегментів економіки.

Рисунок 2.2 - Базові принципи формування комплексу забезпечення грошово-кредитного механізму для здійснення ефективної ГКП

Важливе місце у комплексі забезпечення ГКМ посідає правове, де поряд з іншими поняттями визначається рівень незалежності ЦБ, серед основних видів якої є фінансова (економічна) та політична, в межах якої виділяють ще операційну (інструментну) незалежність. Незалежність ЦБ є дуже важливою, враховуючи те, що по мірі виходу зі світової кризи 2008-2009 рр. необхідне проведення більш жорсткої ГКП, що легше здійснити саме незалежним ЦБ.

Зважаючи на актуальність аналізу рівня незалежності ЦБ існує декілька ключових методик її оцінювання (табл. 2.1).

*Таблиця 2.1 - Підходи до оцінювання незалежності ЦБ**

Автор підходу	Опис підходу
1	2
А. Алесина	Оцінюється незалежність керівництва ЦБ від уряду країни
А. Цукерман	Виділяються 16 змінних, які оцінюють рівень кадрової автономії, незалежність у розробці ГКП, визначенні монетарних цілей, а також наявність обмежень на фінансування державного бюджету

Продовження табл. 2.1

1	2
GTM (В. Гріллі, Д. Масциандаро, Т. Табелліні)	Оцінюється рівень політичної та економічної незалежності через аналіз відповідно 8 та 7 показників
Р. Ейффінгер	Аналізується незалежність ЦБ у формуванні ГКП з оцінкою присутності уряду в органах управління ЦБ, а також частки членів органів управління ЦБ, що призначаються урядом

Відомо, що однією з причин циклічного розвитку економіки є політичний фактор, коли провладній силі необхідно в короткі терміни покращити добробут населення, що здійснюється переважно за рахунок стимулювання споживання, а не довгострокових інвестицій. Тому аналіз рівня політичної незалежності центральних банків є дуже важливим питанням. Майже в усіх фінансових кризах останнього періоду втручання держави в політику центрального банку лише погіршувало ситуацію (Східна Азія, Російська Федерація, Туреччина, Латинська Америка). Політичний тиск не тільки послаблює фінансове регулювання в цілому, а й затримує визнання глибини кризових явищ, що призводить до збільшення витрат на боротьбу з їх наслідками. До того ж професором Кембриджського університету А. Алесиною проведено дослідження, яке дало змогу виявити обернений зв'язок між рівнем незалежності ЦБ та інфляцією [111].

Основи політичної незалежності законодавчо визначаються в особливостях призначення, усунення з посад та термінах повноважень керівництва центральних банків, які, як правило, є довшими, ніж терміни мандату виконавчої влади (у США – 14 років, в Канаді, Нідерландах, Австралії – 7). У таких країнах, як Бельгія, Нідерланди, Данія процедура відкликання керівництва центрального банку є складною, а в США, Великобританії, Німеччині та Ірландії дострокове припинення повноважень керівника і членів правління центрального банку взагалі неможливе. Винятком щодо цього є центральні банки Франції, Італії, Греції, чиє керівництво може бути відкликане будь-коли урядом країни [32, с. 341].

Щодо операційної незалежності, В. Міщенко зазначає, що це незалежність у сфері регулювання та нагляду, яка передбачає, що, з одного боку, органи регулювання користуються значною автономією,

* Складено на основі [110]

встановлюючи пруденційні правила та нормативи, а з іншого - важливим є надання органу нагляду особливого статусу з метою забезпечення ефективного та неупередженого нагляду [112, с. 6].

Слід констатувати, що незалежність центрального банку є суттєвим базисом для здійснення ефективної монетарної політики, адже сприяє убезпеченню керівництва ЦБ від тиску уряду країни при вжитті останнім популістських заходів, які ведуть до зростання рівня інфляції. Неупередженість у діях ЦБ, яка можлива за умови його політичної незалежності, сприяє підвищенню довіри до нього з боку економічних агентів, що є особливо важливим в періоди криз.

На думку Т. Дідківської, ефективність ГКП здебільшого визначається довірою до політики центрального банку і ступенем незалежності його від уряду [113, с. 96]. З. Руденко при виділенні принципів ефективного грошово-кредитного регулювання в Україні незалежність проведення монетарної політики вважає також одним із базових стандартів для здійснення ефективної ГКП. До інших принципів монетарного регулювання автор відносить визначеність цілей політики ЦБ, взаємовідносин та чіткий розподіл повноважень між гілками влади, їх взаємну контрольованість та прозорість здійснення грошово-кредитного регулювання [114].

В одному з фундаментальних документів Європейського Союзу "Монетарна політика ЄЦБ" до загальних принципів проведення ефективної ГКП віднесено наступні:

- ЦБ повинен визначити цілі, розробити і дотримуватися послідовності та системності у процесі реалізації грошово-кредитної політики, проводити зрозумілу та відкриту комунікаційну політику. Це сприятиме зростанню довіри, що обумовлює якість впливу монетарних рішень на очікування економічних суб'єктів;

- враховуючи лаг впливу рішень ЦБ на економіку, грошово-кредитна політика має орієнтуватися на перспективу (beforward-looking);

- монетарні рішення повинні бути максимально аргументованими і грунтуватися на комплексі інформації про стан реального та фінансового секторів (be broadly based) [115, с. 49-50].

Зважаючи на вищесказане, до базових вимог до діяльності НБУ, які відносимо до принципів ефективності ГКП, включаємо наступне (рис. 2.3):

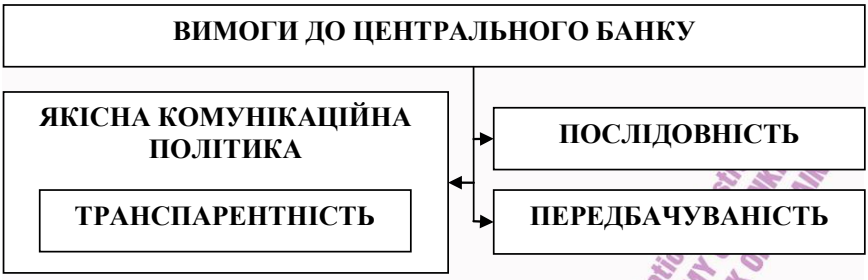

Рисунок 2.3 - Вимоги до діяльності ЦБ щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики

Транспарентність виділено як один із найважливіших принципів комунікаційної політики, зважаючи на його значення у формуванні довіри до ЦБ. Деякі науковці (Ейффінгер, Джераац) вважають, що транспарентність ЦБ, в першу чергу, необхідна для підвищення його відповідальності перед суспільством. Економічні суб'єкти мають бути впевнені, що ЦБ проводить саме ту політику, яка відповідає національним інтересам.

Представники ЄЦБ зазначають, що транспарентність політики ЦБ виражається в наданні інформації широкій громадськості та ринкам про оцінку власної політики, стратегічну, тактичну діяльність відкрито, зрозуміло та своєчасно [115, с. 67]. Варто зазначити, що транспарентність має досягатися не за рахунок надання максимальної кількості інформації, що може спровокувати неадекватну реакцію ринку, а завдяки вивіреній якості інформації, інструментів і засобів її подачі суспільству [116].

М. Кінг, представник керівництва Банку Англії, у 1999 р. зазначив, що транспарентність може допомогти знизити частоту криз шляхом попередження не тільки економічних суб'єктів, а й політиків про проблеми фінансового сектора. Це не просто питання про надання певних даних. Це підхід до політики, майже спосіб життя [117]. М. Кінг також заявив, що ЦБ має бути "нудним" у своїх комунікаціях із суспільством, маючи на увазі, що його політика повинна бути передбачуваною і залежати від змін в економіці [118].

На думку А. Даниленка, С. Корабліна, О. Петрика, Т. Кричевської та деяких інших провідних українських науковців", найефективнішою є монетарна політика із прозорими правилами" [119, с. 79].

Загалом поняття транспарентності включає такі складові:

- політична: транспарентність, тобто розкриття цілей ГКП, які мають бути однозначно визначеними та реалістичними пріоритетами;

- економічна: публікація економічних даних, моделей, аргументованих прогнозів;

- операційна: розкриття заходів ЦБ на фінансовому ринку, а також аналіз зроблених помилок;

- стратегічна: висвітлення інформації про мотиви прийняття рішень ЦБ та плани подальшої діяльності.

Ефективному донесенню інформації до широкої громадськості сприяє якісна комунікаційна політика ЦБ. Структуру комунікаційного процесу центрального банку подано на рис. 2.4.

Рисунок 2.4 -Структура комунікаційного процесу ЦБ

На підвищену увагу заслуговує вибір інструментів комунікаційної політики. ЦБ кожної країни обирає власний підхід до даного питання. При аналізі комунікаційних інструментів, важливим є вибір особи, яка доноситиме інформацію до суспільства. Андерсон, Бліндер, Ехрман та Фрацчер, за результатами проведених досліджень виявили, що інформація, яка лунає саме з вуст голови ЦБ,сильніше впливає на

фінансовий ринок [120,с. 35]. Деякі науковці також вказують на значну роль не тільки джерела інформації, а частоти її появи у ЗМІ. Крім того, при здійсненні комунікаційної політики важливим є також вплив суб'єктивних факторів: стиль викладу матеріалу, переконливість заяви.

Деякі науковці здійснюють класифікацію комунікацій за змістом (табл. 2.2).

Таблиця 2.2 – Класифікація комунікацій ЦБ за змістом

Автор	Зміст комунікацій
1	2
Д.-Дж. Джансен та Дж. Хаан [121]	–заяви стосовно грошово-кредитної політики; –повідомлення про динаміку валютного курсу
М. Ехрман та М.Фрацчер [122].	–монетарні заходи, що плануються; –економічні перспективи
Х. Бергер, Дж. Стурм та Д. Хаан [123]	– про цінову стабільність; –про реальний сектор економіки; –про монетарні індикатори

Для країн, що перейшли до режиму таргетування інфляції, публікація звітів про динаміку рівня цін є чи не найважливішим елементом комунікації центрального банку.

О. Костюк зазначає, що головними критеріями ефективності комунікаційної політики є передбачуваність ГКП і здатність впливати на економічних суб'єктів. На думку науковця, передбачуваність означає, що ризик ухвалення монетарною владою несподіваних рішень, як чинник, який впливає на зміну короткострокових процентних ставок, повинен бути мінімалізованим [35, с. 92].

Передбачуваність політики ЦБ підвищує довіру до нього з боку суб'єктів економіки, що забезпечує їх адекватну реакцію на монетарні рішення, збільшує ймовірність досягнення поставлених грошово-кредитних цілей. Саме ринкові, а не адміністративні заходи ЦБ роблять його політику більш передбачуваною. Адміністративна грошово-кредитна політика сприяє певній стабілізації, проте лише на короткий термін. У подальшому при скасуванні прямого контролю проблеми фінансового сектора, як правило, іще більше загострюються, підсилюючись збуреними очікуваннями економічних суб'єктів та їх зростаючою недовірою до дій центрального банку. Досягнення передбачуваності політики ЦБ можливе при його послідовності у своїх діях. Заплановані заходи мають виконуватися в повному обсязі, інакше протилежне призведе до втрати довіри до політики ЦБ. Як зазначає

М. Макаренко, виголошених цілей регулювання (таргетів) слід якомога точніше дотримуватись у поточній політиці, а при виникненні форс-мажорних обставин і неможливості досягнення намічених показників інфляції -запроваджувати такі заходи комунікаційної політики, які б донесли до громадськості основні причини відхилення та методи коригування поточної ситуації [124].

Для здійснення ефективної монетарної політики необхідним питанням є стійкість грошового ринку, тобто його здатність зберігати рівноважний стан при екзогенних та ендогенних шоках, що сприятиме перенесенню передбачуваних сигналів до інших секторів фінансового ринку. Це можливо за стабільного функціонування банківської системи. Грошовий ринок, по суті, виступає лакмусовим папірцем стану банківської системи.

Доцільно наголосити на тому, що у науковій літературі поряд із поняттям стабільності банківської системи використовуються терміни"стійкість", "надійність". Науковці як ототожнюють, так і диференціюють вищенаведені поняття. Наприклад, І. Ларіонова визначає стабільність банківської системи як її здатність протистояти зовнішньому впливу, зберігати стійку рівновагу та надійність протягом часу [125]. Л. Кривенко та О. Лук'янець вважають, що поняття стабільності є ширшим за стійкість і означає функціонування системи у стані рівноваги. Під стійкістю ж системи розуміється, на думку науковців, прагнення до рівноваги [126, с. 108].

А. Юданова переконана, що ознакою стійкості є стабільність, яка демонструє здатність перебувати в привілейованому, відносно менш уразливому становищі під час криз та можливість їх переборювати [127].

О. Барановський у докторській дисертації (2000 р.) [128] ототожнював поняття фінансової стійкості та стабільності, проте з часом виділив певні їх смислові відтінки, зазначаючи, що стабільність має дві важливі характеристики: стійку рівновагу (збалансований стан, за якого відсутня тенденція до змін) і надійність. Причому надійність науковець трактує як "радше суб'єктивну характеристику банківського сектора", що пов'язана з рівнем довіри економічних суб'єктів [129, с. 78]. Критику стійкості як статичного явища (за О. Барановським) виражають погляди Е. Герасимової, яка визначає дане поняття як стан стійкого розвитку, не просто згладження всіх зовнішніх та внутрішніх впливів, а глибоке реагування на них, щоб не стільки протидіяти, скільки уміло використовувати нові обставини, властивості і відносини для саморозвитку системи [130]. На наш погляд, стійкість банківської

системи – це динамічне поняття, тісно пов'язане з її розвитком та підтриманням рівноважного стану в довгостроковому періоді.

Як синоніми використовують поняття стабільності та стійкості банківської системи В. Зінченко [131], Г. Фетісов [132], С. Міщенко [133], В. Міщенко та А. Крилова [134]. Розгорнуті визначення понять стабільності та стійкості банківської системи наведено у додатку Г.

На основі дослідження поглядів вітчизняних науковців виявлено, що найчастіше ними використовується поняття стійкості при оцінюванні стану банківської системи.

Крім того, у статті 55 Закону України "Про Національний банк України" зазначено, що "головна мета банківського регулювання і нагляду – безпека та фінансова стабільність банківської системи" [19]. Взагалі, в законах "Про Національний банк України" та "Про банки і банківську діяльність" використовується лише словосполучення "стабільність банківської системи".

У рамках даного питання відмітимо, що в багатьох країнах (Швеція, Швейцарія, Великобританія, Франції, Іспанія, Фінляндія, Норвегія та ін.) ЦБ формує окремий звіт про стабільність фінансової системи (The Financial Stability Report), в тому числі банківського сектора. Базовими питаннями, що висвітлюються у таких звітах, є аналіз ризиків, загроз стабільності фінансової системи, рівня стійкості (sustainability, soundness) до них, а також тенденції розвитку фінансової системи та макроекономічного середовища загалом. Таким чином, поняття фінансової стабільності є більш широким, ніж поняття стійкості.

У світовій практиці спостерігається спільність поглядів на поняття фінансової стабільності. Так, згідно з офіційною позицією ЦБ Австралії та Норвегії поняття фінансової стабільності трактується як стан, при якому фінансова система здатна поглинати потрясіння, не викликаючи процесів,які перешкоджають перетворенню заощаджень на інвестиції і безперебійній роботі платіжної системи [135, 136]. Центральні банки Швеції та Швейцарії аналогічно визначають дане поняття як стан системи, складові якої безперебійно виконують свої функції і здатні протистояти шокам у процесі своєї діяльності [137]. ЦБ Чехії визначає фінансову стабільність як ситуацію, коли фінансова система працює без серйозних збоїв або не здійснює небажаного впливу на поточний стан та майбутній розвиток економіки, показуючи високий ступінь стійкості до шоків [138].

На основі дослідженої літератури поняття стабільності банківської системи загалом пропонуємо трактувати як таке, що включає в себе

оцінку стійкості і надійності системи, причому надійність є скоріше суб'єктивною характеристикою фінансового сектора, висловленою економічними суб'єктами. Загалом вважаємо, що стабільність банківської системи - це динамічна характеристика, яка виражається у здатності системи протистояти ендогенним та екзогенним шокам, у процесі чого її відхилення від рівноважного стану не призводить до зменшення рівня довіри зі сторони економічних суб'єктів. Підхід до визначення та оцінки стабільності банківської системи наведено на рис. 2.5.

Рисунок 2.5– Трактування та принципи оцінювання стабільності банківської системи

Банківська система відіграє роль провідника монетарних сигналів ЦБ до реального сектора економіки, тому її стабільність обрано визначальною вимогою, що висувається до об'єкта регулювання у структурі ГКМ, формуючи підґрунтя ефективної монетарної політики.

2.1.3 Показники ефективності монетарного регулювання

У рамках комплексного підходу до аналізу якості монетарного регулювання виділено систему показників, досягнення яких є визначальним критерієм ефективності грошово-кредитної політики.

Показники ефективності грошово-кредитної політики пропонуємо поділити на дві групи:

- ті, що характеризують ефективність процесу донесення

* маються на увазі показники, розроблені МВФ в рамках Програми оцінки стабільності фінансового сектору (Financial Sector Assessment Program)

монетарних імпульсів до фінансового та реального секторів економіки (ефективність трансмісійного механізму). Їх визначено як показники дієвості ГКП. До цієї групи належать показники результативності та дієвості саме трансмісійного механізму;

- ті, що описують якість ГКП за оцінкою результату монетарного регулювання (показники результативності ГКП).

До показників ефективності монетарної трансмісії пропонуємо відносити ті, що характеризують особливості функціонування трансмісійного грошово-кредитного механізму, а саме: його дієвість – швидкість передачі монетарних сигналів від ЦБ до фінансового та реального секторів, та його результативність, яку пропонуємо виражати в достатності насичення економіки грошима, рівні волатильності короткострокових відсоткових ставок.

Показники результативності ГКП виражаються у ступені досягнення цілей ЦБ, серед яких виділяємо внутрішню та зовнішню стабільність національної грошової одиниці.

Як вважає, А. Гриценко, стабільність грошової одиниці можна визначити як відносну незмінність вартості, яку представляє грошова одиниця в обігу і яка виражається в купівельній спроможності грошей [139, с. 89]. Науковець підкреслює, що стабільність грошової одиниці є відносною динамічною характеристикою. Абсолютної стабільності, на його думку, не існує.

Теоретично та на реальному досвіді підтверджено, що лише за умов стабільно низького темпу інфляції країна може досягти висхідної економічної динаміки [140], [141]. Інший науковець, М. Савлук, зазначає, що світова економічна історія не знає прикладів тривалого економічного зростання за відсутності стабільних грошей [142, с. 4].

Стабільність цін є об'єктивною необхідністю розвитку економіки, адже високі темпи інфляції ускладнюють процес планування, підвищують ризики інвестування, породжують невизначеність у суспільстві та провокують соціальну напругу. Цінова стабільність займає важливе місце в наукових дослідженнях, визначаючись як:

- збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін [19];
- стабільність інфляційних очікувань [143, с. 2];
- утримування зростання внутрішніх цін на певному рівні;
- запобігання значній інфляції чи дефляції;

- зниження і закріплення інфляційних процесів на прийнятному рівні [144, с. 59].

Найбільш поширеним є визначення А. Грінспена, Голови ФРС США 1987-2006 р.р., за яким цінова стабільність – це ситуація, коли інфляція не впливає суттєво на економічну поведінку (рішення домогосподарств і фірм), тобто інфляційні очікування є закріпленими в довгостроковому періоді [145]. Дещо подібне трактування цінової стабільності надає О. Шаринська, яка визначає даний термін як ситуацію, за якої зростання загального цінового рівня підтримується на рівні, що надає їй контрольованого характеру і не враховується при прийнятті економічних рішень [146].

Недоліком більшості наведених визначень є відсутність чіткого розуміння понять "певний", "прийнятний", "допустимий", "значний", "низький"щодо рівня цін. Зважаючи на специфіку та рівень розвитку країн, не існує єдиної думки щодо точного чисельного визначення оптимального рівня інфляції. Результати досліджень науковців щодо визначення оптимального рівня інфляції узагальнено в табл. 2.3.

Таблиця 2.3 - Погляди науковців на оптимальний рівень інфляції

Автор	Оптимальний рівень інфляції	Вибірка країн
М. Хан, А. Сенаджі [147]	1-3 %.	Розвинені країни
А. Грош, С. Філліпс [148]	2,5 %	Змішана вибірка
П. Крістофферсен, П. Дойл [149]	13 %	Постсоціалістичні країни
С. Фішер, Р. Сахаї, К. Вег [150]	дещо нижче 2 %	Розвинені країни
М. Макаренко [151].	10-15 % з подальшим зниженням до 3 %	Країни з ринками, що розвиваються

Розбіжності в поглядах науковців щодо кількісного визначення цінової стабільності або утримання оптимального рівня інфляції пов'язані з неоднаковим рівнем розвитку фінансового ринку країн, ступенем трансформаційних перетворень в економіці.

Відповідно до міжнародного досвіду в економічно розвинених країнах (Австралія, Канада, Швеція, Великобританія та ін.) оптимальним вважається рівень інфляції у 2 % на рік. У цілому в країнах, що розвиваються, прийнятними межами даного показника є 3-5 % [119, с. 10].

Наразі в Законі України "Про Національний банк України"в рамках характеристики рівня цінової стабільності законодавчо

застосовано словосполучення "стабільний, низький темп інфляції", проте його кількісне трактування чітко не визначено.

Утримування інфляції на оптимальному рівні та її зниження в перспективі сприятимуть покращенню ситуації щодо інвестиційного процесу, зниженню рівня доларизації економіки та становленню стійкого тренду економічного зростання.

Комплексне представлення підходу до аналізу ефективності монетарної політики наведено на рис. 2.6.

Рисунок 2.6 - Комплексний підхід до оцінювання ефективності ГКП

Виходячи з вищеописаного, зазначимо, що оцінювання ефективності дії ГКМ на макроекономічну динаміку необхідно здійснювати комплексно, через виділення системи принципів, показників дієвості (якість функціонування монетарного трансмісійного механізму) та результативності (рівень стабільності національної грошової одиниці). Детальний аналіз передумов та показників, що виражають дієвість і

результативність ГКП, дозволяє дослідити релевантні чинники ефективності монетарної політики, прискорюючи виявлення недоліків функціонування ГКМ та пошук шляхів підвищення якості монетарних заходів.

2.2 Ефективність грошово-кредитного регулювання в Україні

2.2.1 Аналіз дотримання принципів ефективності грошово-кредитної політики НБУ

Дослідження ефективності ГКП НБУ розпочнемо з аналізу відповідності комплексу забезпечення ГКМ принципам його ефективного функціонування.

Передбачуваність дій НБУ. Для аналізу даного параметра дослідимо частоту застосування адміністративних заходів НБУ та активність в оперуванні найменш ринковим із усіх монетарних інструментів – нормативами обов'язкового резервування.

Зважаючи на недостатню довіру населення до національної валюти, в основному,НБУ впроваджує адміністративні заходи саме у сфері валютного регулювання. У зв'язку з недостатньо розвиненим фінансовим ринком, у період загострення світової кризи 2008-2009 рр. в Україні для досягнення швидкого ефекту в сфері валютного регулювання НБУ вдався до заходів адміністративного впливу, які важко було передбачити громадськості. Було запроваджено жорсткі валютні обмеження (постанови НБУ від 16.10.2008№ 328, від 5.11.2008 № 353 та ін.),реалізовано заборону на дострокове зняття депозитів з банківської системи (Постанова від 11.10.2008№ 319). Вищезазначене також свідчить про недостатній рівень якості інструментального забезпечення у структурі ГКМ, важливою вимогою до якого є ринковий характер дії на фінансовий сектор.

Станом на 01.08.2012, у Верховній раді України зареєстровано законопроект за ініціативою НБУ, в якому запропоновано внести поправки до фінансового законодавства, дозволивши ЦБ тимчасово (протягом 6 місяців) вводити обов'язковий продаж частини валютної виручки. Аналогічна норма щодо обов'язкового продажу 50 % іноземної валюти експортерами протягом 5 днів діяла в Україні у 1999-2005 рр. Такий захід дає можливість НБУ оперативно, проте слабко прогнозовано для економічних суб'єктів здійснювати валютне регулювання.

Недостатню передбачуваність заходів НБУ ілюструє практика застосування нормативів обов'язкового резервування. Постановою від 21.07.2009№ 414 НБУ зобов'язав банки зараховувати 40 % обов'язкових резервів на спецрахунок, з якого, на противагу коррахунку, не допускається використання коштів протягом дня. Потім обсяг залучення обов'язкових резервів на спецрахунок постійно змінювався і складав 50 % (постанова НБУ від 31.08.2009 № 514), 100 % (постанова НБУ від 20.04.2010 № 210), 70 % (постанова НБУ від 30.11.2011 № 407), 60 % (постанова НБУ від 21.03.2012 № 102). Зараз їх обсяг складає 50 % (постанова НБУ від 18.05.2012 № 197).

Загалом від початку світової кризи до 01.08.2012 НБУ змінював нормативи обов'язкового резервування сім разів, адже їх підвищення сприяє зниженню привабливості депозитів в іноземній валюті, особливо коштів короткострокового характеру. Така частота зміни параметрів найменш ринкового із класичних монетарних інструментів породжує невизначеність, ризиковість діяльності комерційних банків та може спровокувати порушення їх стабільної роботи.

Крім того, варто зауважити, що порушує принцип передбачуваності несвоєчасність, а іноді й взагалі відсутність публікації (на 2011 р.) основного планувально-прогнозного документа НБУ – "Основних засад ГКП", що суттєво ускладнює реалізацію принципу послідовності дій ЦБ.

Послідовність дій НБУ. Даний принцип діяльності НБУ охарактеризуємо як спроможність дотримуватися оголошених цілей. Наразі однозначно можна говорити про декларативну послідовність центрального банку країни, проте є певні питання щодо відповідності реальних заходів зазначеним цілям. Підтвердженням цього є постійне декларування з 2004 року впровадження режиму інфляційного таргетування в Основних засадах грошово-кредитної політики НБУ. Послідовним НБУ виявляється і при дотриманні вимог у рамках співпраці з МВФ (зокрема, у сфері валютного регулювання).

Якість комунікаційної політики НБУ. Говорячи про якість комунікаційної політики, варто відмітити роботу НБУ у сприянні поінформованості суспільства щодо поточної роботи інституції. Із середини 2011 р. на офіційному сайті НБУ почали активно публікуватися інформаційні матеріали про діяльність НБУ –звіти, прес– та відео-релізи.

Здійснено зміни і в сфері законодавства. У Законі "Про Національний банк України" зазначено, що "Національний банк інформує громадськість про свою діяльність шляхом опублікування відповідних відомостей на офіційному сайті та в офіційному виданні Національного банку, проведення керівниками Національного банку

прес-конференцій, виступів на радіо і телебаченні та в інший передбачений законом спосіб" [19]. Крім того, у вищезгаданому законі вказується на те, що НБУ забезпечує щомісячне інформування громадськості про рішення Правління Національного банку стосовно процентних ставок та про факти у сфері рефінансування, валютних інтервенцій, а також надає іншу важливу для фінансового ринку інформацію [19].

Крім того, НБУ здійснює оприлюднення на офіційному сайті інформації про стан фінансового сектора, публікує журнал "Вісник Національного банку України" тощо.

Представлену на сайті НБУ інформацію можна класифікувати наступним чином:

- статистичні матеріали (про фінансовий, зовнішній, реальний сектори економіки тощо);
- аналітико-статистичні матеріали (річний звіт НБУ, монетарний огляд, основні тенденції грошово-кредитного, валютного ринків, макроекономічний огляд тощо);
- аналітичні матеріали (огляд ділових очікувань, матеріали Центру наукових досліджень НБУ, Вісник НБУ);
- роз'яснювальні матеріали (про доступ до публічної інформації, про розрахунок показників фінансової стійкості, відповіді на найбільш поширені запитання та ін.);
- матеріали про НБУ як державну структуру (опис організаційної структури центрального банку, інформація про його керівний склад тощо).

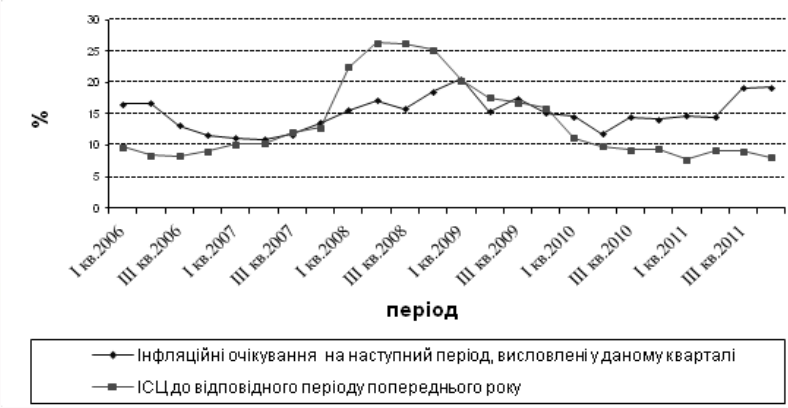

Рисунок 2.7 - Динаміка фактичного та очікуваного ІСЦ у 2006 – 2011 рр.

Прес-центр НБУ публікує велику кількість інформації роз'яснювального характеру у вигляді відео-релізів, що сприяє більшій відкритості НБУ. Проте останнім часом при збільшенні інформаційної насиченості сайту, натомість спостерігається суттєве обмеження безпосереднього спілкування керівництва НБУ з журналістами, представниками фінансового сектора тощо.

Важливим показником, що суттєво впливає на ефективність ГКП і служить значною мірою вимірником якості комунікаційної політики, є рівень інфляційних очікувань економічних суб'єктів ("Ділові очікування підприємств України") (рис 2.6).

Показово, що інфляційні очікування економічних суб'єктів, висловлені щодо розвитку ситуації на наступний рік, мають відносно помірний характер. Більш точна інформація щодо характеристик представлених вище рядів наведена в табл. 2.4.

Таблиця 2.4 - Статистичні характеристики рядів інфляційних очікувань та фактичного ІСЦ (на кінець періоду до відповідного періоду попереднього року)

Показник	Зміст показника	Інфляційні очікування	ІСЦ
Дисперсія	Оцінка коливань ряду відносно його середнього рівня	5,823025	38,84167
Математичне сподівання	Середнє значення ряду	14,70417	13,55833
Асиметрія	Показник більше нуля, якщо частіше зустрічаються значення вище середнього рівня ряду	0,428029	1,095839

Таким чином, інфляційні очікування економічних суб'єктів є менш варіативними, проте їх середнє значення дещо перевищує фактичний рівень інфляції. До того ж на основі коефіцієнта асиметрії виявлено, що в обох рядів частіше зустрічаються значення, вище за їх середній рівень. Щоправда, така ситуація є більш характерною для фактичного ряду ІСЦ, ніж очікуваного економічними суб'єктами. Тобто, очікування є стабільно високими, проте темпи їх нарощення - більш стримані, ніж фактичні значення ІСЦ.

Загалом, на основі аналізу рис. 2.7 виявлено певну настороженість економічних суб'єктів у періоди цінової стабілізації та оптимізм у періоди значного зростання фактичного ІСЦ.

Аналіз дотримання вимог щодо комплексу забезпечення ГКМ. Характеризуючи рівень однозначності правового забезпечення, необхідно розглянути питання визначення юридичного статусу документу "Основні засади грошово-кредитної політики", де НБУ представляє заплановані стратегічні, проміжні і тактичні кроки своєї діяльності. У нормативно-правових актах немає чітко визначеного трактування форми даного документа: чи це є постанова, інструкція, положення чи правило? Дана невизначеність породжує наступні явища, які знижують ефективність грошово-кредитного регулювання:

- відсутність відповідальності за недотримання чіткого формату представлення даного документа призводить до відхилення від конкретики у його складанні. Це породжує невизначеність та ускладнює аналіз ефективності монетарної політики через ступінь досягнення запланованих показників;

- відсутність відповідальності за невиконання монетарних цілей, викладених в Основних засадах грошово-кредитної політики.

У Законі України "Про Національний банк України" зазначається, що "Рада Національного банку не має права втручатися в оперативну діяльність Правління Національного банку" [19], проте визначення оперативної діяльності не наведено, що може стати причиною суперечностей у сфері повноважень Ради та Правління НБУ.

Якість правового забезпечення виражається також у визначенні рівня незалежності НБУ. Варто зазначити, що НБУ має законодавчо визначену фінансову незалежність, оскільки фінансується за власні кошти,на відміну від інших органів регулювання фінансового ринку (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг, що утримуються за рахунок Державного бюджету України).

Інституційна незалежність НБУ визначається самостійністю у прийнятті рішень його керівними органами та посадовими особами. Підвищенню незалежності дій Голови НБУ сприяло законодавчо визначене постановою від 09.07.2010 збільшення строку його повноважень з 5 до 7 років.

Аналізуючи повноту правового забезпечення, варто відмітити відсутність чітко визначеної відповідальності за недосягнення прогнозних монетарних показників. У Законі "Про Національний банк України" узагальнено зазначено, що "Голова НБУ одноосібно несе відповідальність перед Верховною радою України та Президентом України за діяльність НБУ" [19]. Вважаємо, що в законодавстві бракує більш чіткого визначення норм та відповідальності за їх порушення.

Крім того, у редакції Закону "Про НБУ" від 09.07.2010 (ст. 18) збільшено перелік причин звільнення Голови НБУ, серед яких є "втрата бездоганної ділової репутації". Водночас, правового трактування "бездоганної" ділової репутації в законодавстві не відображено, що може спричинити необ'єктивний тиск на Голову НБУ з метою "продавлювання" рішень, у яких зацікавлений уряд чи адміністрація президента.

Як узагальнення якості правового забезпечення проведемо аналіз незалежності НБУ, використовуючи GMT-індекс за наступними критеріями (де "1" означає "істина"):

- **Політична незалежність:**

1) голова ЦБ призначається без втручання уряду – 1;

2) голова ЦБ призначається на термін більший, ніж 5 років – 0;

3) рада директорів ЦБ призначається без участі уряду – 1;

4) рада директорів ЦБ керує банком більше 5 років – 1;

5) немає необхідності в обов'язковій присутності представників уряду в раді директорів ЦБ– 1;

6) відсутність необхідності у схваленні урядом рішень у сфері ГКП – 1;

7) центральний банк за законом зобов'язаний прагнути до стабільності цін як однієї з пріоритетних цілей – 1;

8) існують законодавчі норми, що посилюють позиції ЦБ в разі конфлікту з урядом – 0.

- **Економічна незалежність:**

1) не існує автоматичної процедури видачі кредитів уряду – 1;

2) у разі можливості видачі кредиту уряду, останній може отримати його лише за ринковою ставкою – 0;

3) кредити уряду видаються на певний строк – 0;

4) кредити, що видаються уряду, мають обмежений розмір – 0;

5) ЦБ не є учасником первинного ринку державного боргу – 1;

6) ЦБ самостійно встановлює власні процентні ставки (без погодження з урядом) – 1;

7) ЦБ не несе відповідальності за нагляд за банківським сектором (у цьому випадку присвоюється 2 бали), або ця відповідальність розділена з іншим органом державної влади (присвоюється 1 бал) – 0.

Загалом, за розрахунками значення GMT-індексу НБУ складає 0,60.

Фахівці НБУ зазначають, що ефективність ГКП залежить від подальшого удосконалення і розширення діючої законодавчої бази, зниження податкового тиску, зменшення рівня тінізації економіки, більш глибокої координації дій Кабінету Міністрів та Національного

банку України при проведенні фіскальної та грошово-кредитної політики [152].

Стосовно інформаційного забезпечення, вважаємо, що НБУ наділений достатнім рівнем повноважень для забезпечення того, щоб інформація від комерційних банків до регулятора надходила своєчасно і в повному обсязі. Щодо стану секторів фінансового ринку, реального сектора економіки, НБУ співпрацює з Державним комітетом статистики України, іншими регуляторами фінансового ринку в даному питанні, від яких і залежить якість отримуваної інформації.

Методичне забезпечення функціонування ГКМ представлено роз'яснювальними матеріалами НБУ для банківської системи України, учасників фінансового ринку, що сприяє прискоренню впровадження рішень та правильному трактуванню постанов Національного банку. На сайті НБУ в розділі "Фінансовий моніторинг" подані рекомендації і роз'яснення з найбільш поширених звернень, а також матеріали міжнародних організацій щодо роз'яснень певних аспектів роботи банків та відповіді на запитання (на 01.02.2011, останні запитання датувались 2008 р., а відповідей на питання було опубліковано лише 15. Варто відмітити, що починаючи з середини 2011 р., відбулося значне поповнення методичних матеріалів на офіційному сайті НБУ.

Програмно-технічне забезпечення ГКМ України представлене Системою підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ та мережею платіжних систем. Відповідно до законодавства платіжна система – це платіжна організація, учасники платіжної системи та сукупність відносин, що виникають між ними при проведенні переказу коштів. Проведення переказу коштів є обов'язковою функцією, яку має виконувати платіжна система [153].

Зазначимо, що нормальне функціонування економіки неможливе без стабільно функціонуючої системи розрахунків між суб'єктами господарської діяльності, що забезпечує своєчасне здійснення платежів. На рис. 2.8 представлено класифікацію основних платіжних систем, що функціонують в Україні.

Слід зауважити, що систему Society for Worldwide Financial Interbank Telecommunications (SWIFT) деякі науковці відносять до платіжних систем [154, с. 98]; Інтерплат, SmartPay, PlatiMO – це системи Інтернет-платежів НСМЕП; в системі "Поштовий переказ"є можливість переказу коштів у Росію, Казахстан; система "Інтернет. Гроші(iMoney)"створена по технології PayCash.

Аналізуючи рівень безпеки програмно-технічного забезпечення ГКМ, варто звернути увагу на типи платіжних карток, що

функціонують в Україні. Більшість платіжних систем, представлених у нашій державі, використовують переважно магнітні платіжні картки. Смарт-картки використовуються переважно Національною системою масових електронних платежів (НСМЕП), мають більший ступінь захисту, а отже, гарантують вищу безпеку коштів власників карток. Виявлено, що частка більш захищених карток (з чипом, магнітною смугою та чипом) у загальному обсязі емітованих карток склала у 2009-2011 рр. в середньому 6 %. [155]. У зв'язку з цим Національному банку варто звернути увагу на посилення рівня безпеки платіжних карток, що є необхідною умовою довіри суб'єктів економіки до платіжних систем.

Рисунок 2.8 - Класифікація основних платіжних систем, представлених в Україні

Принципи забезпечення ефективності ГКМ відносно об'єкта регулювання. Для характеристики об'єкта безпосереднього регулювання грошового ринку проведемо аналіз стану банківського сектора як

базису стійкості короткострокового та інших сегментів фінансового ринку.

НБУ здійснює постійний моніторинг та аналіз стану банківської системи. Він відстежує дані фінансової звітності банків, відповідність показників діяльності банків встановленим нормативам, розраховує основні індикатори фінансової стійкості (розроблені МВФ), а також здійснює низку аналітичних досліджень щодо стану банківської системи, які публікує у Бюлетені НБУ, Віснику НБУ, Монетарному огляді тощо.

Для визначення ступеня сприяння ГКП стабільності банківської системи дослідимо її рівень на базі основних індикаторів фінансової стійкості (Financial Soundness Indicators), представлених у розробленій МВФ і Світовим банком Програмі оцінки фінансового сектора (FSAP) (рис. 2.9).

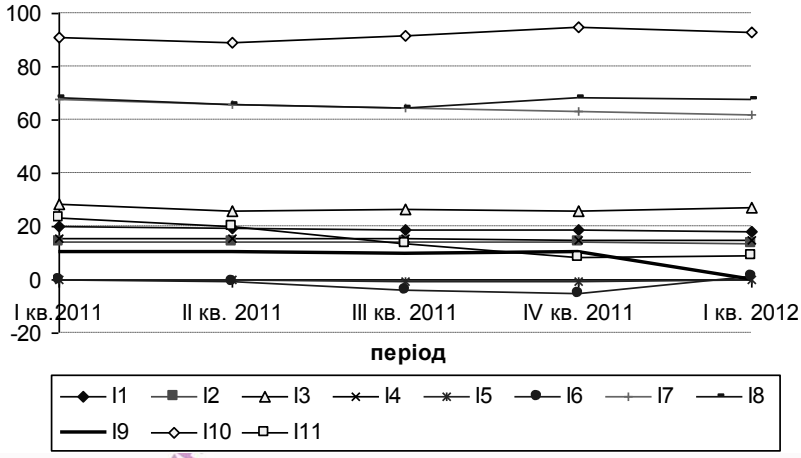

Рисунок 2.9 – Динаміка основних індикаторів фінансової стійкості банківської системи України у 2011 р. – І кв. 2012 рр. [156]

Примітка: І1 - співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів; І2 - співвідношення регулятивного капіталу першого рівня до зважених за ризиком активів; І3 - співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу; І4 - співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів; І5 - норма прибутку на активи (ROA); І6 - норма прибутку на капітал (ROE); І7 - співвідношення процентної маржі до валового доходу; І8 – співвідношення непроцентних витрат до валового доходу; І9 -

співвідношення ліквідних активів до сукупних активів; І10 - співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань; І11 - співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу.

Вищенаведена динаміка вказує на припинення тенденції нарощення капіталізації банків, покращення якості їх кредитного портфеля (хоча рівень неробочих кредитів залишається досить високим), підвищення рівня ліквідних активів у сукупних активах. Виявлено, що короткострокові зобов'язання банків зростають ще швидше за ліквідні активи, що свідчить про вразливість ресурсної бази банків. Суттєве (майже на 15 в.п., станом на 01.04.2012 відносно попереднього року) зниження рівня чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу свідчить про позитивні тенденції у збалансуванні вимог та зобов'язань банків в іноземній валюті, що сприяє меншій їх чутливості до курсових коливань.

У І кварталі 2012 р. вперше з періоду останньої світової кризи спостерігаються позитивні значення рентабельності капіталу та активів банків. На фоні зниження частки процентних доходів у сукупному доході банків помітне суттєве (із IV кв. 2011 р.) підвищення частки непроцентних витрат банків. На рис. 2.10 наведено питому вагу статей витрат у сукупних витратах банків.

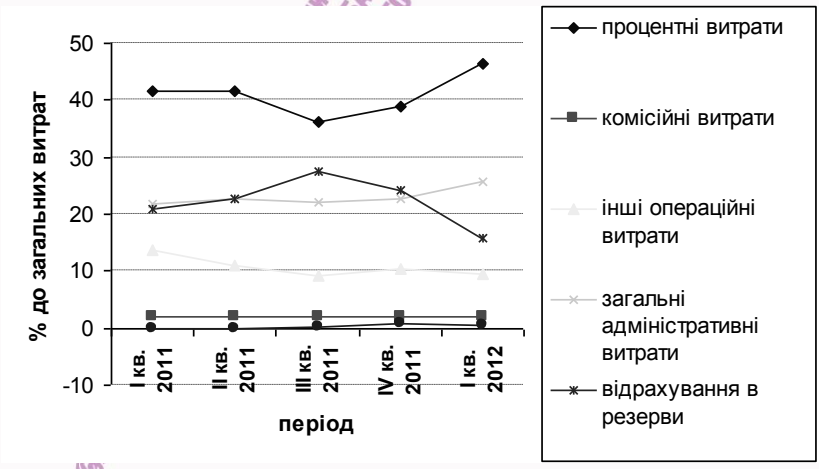

Рисунок 2.10 – Динаміка питомої ваги статей витрат у сукупних витратах банків за І кв. 2011 р. – І кв. 2012 р.

Дані вищенаведеного графіка засвідчують факт найбільш стрімкого зростання серед непроцентних витрат статті загальних адміністративних витрат, що можна трактувати як індикатор активізації, розширення бізнесу в банківському секторі.

Для дослідження рівня надійності банківської системи, що виражається в ступені довіри до банків, як критерій оцінки обрано різницю грошових агрегатів М2 та М1 (переказні депозити в іноземній валюті, всі інші строкові та ощадні депозити), поділену на М1. На рис. 2.11 представлено динаміку даного показника та лінію тренда, проведену на основі даних за період до кризи 2008 року (2003 р. – серпень 2008 р.).

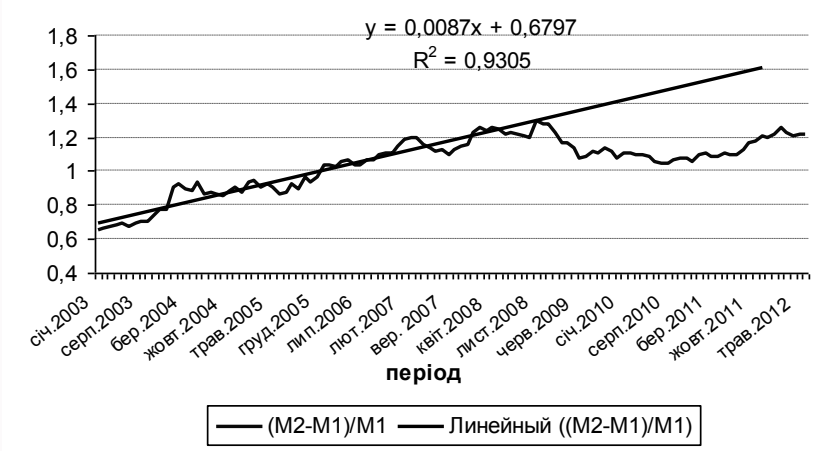

Рисунок 2.11 - Динаміка (М2-М1)/М1 за 2003 р. – червень 2012 р. та лінійний тренд на основі даних докризового періоду

На основі наведеного вище рисунка бачимо, що з грудня 2008 р. до середини 2010 р. спостерігалася в цілому спадна динаміка (М2-М1)/М1. Починаючи з липня 2010 р. спостерігається відносна стабілізація в даній сфері. Значна різниця між прогнозованими (на основі даних за період з 2003 р. по серпень 2008 р.) та фактичними значеннями (М2-М1)/М1 у період нестабільності та на етапах подолання кризи вказує на:

- порушення стабільності банківської системи, зважаючи на її вразливість до ендогенних та екзогенних шоків, що призвело до зниження рівня довіри до неї з боку економічних суб'єктів;

- прогалини у сфері макропруденційного нагляду та невикористання механізмів попередження кризових явищ на фінансовому ринку та в економіці загалом.

У цілому аналіз складових ГКМ свідчить про часткову невідповідність їх стану принципам ефективної реалізації монетарної політики, що суттєво позначилося на ступені досягнення ключових грошово-кредитних цілей.

2.2.2 Показники якості монетарної трансмісії як вимірники дієвості грошово-кредитної політики

У країнах з монетарним режимом таргетування інфляції, до якого прагне Україна іще з 2004 р., основним передавальним каналом є процентний. Провідні науковці зазначають, що досягнення цінової стабільності як пріоритетної цілі ГКП потребує від НБУ підвищення ролі процентної політики [105]. Тому для аналізу ефективності монетарного трансмісійного механізму було проведено дослідження швидкості передачі монетарних сигналів процентним каналом і сили реакції ринків на зміни процентних ставок, що в підсумку виражається в коливанні інфляції. Це дасть змогу також виявити ступінь готовності України до впровадження режиму таргетування інфляції.

Інструментом аналізу обрано модель векторної авторегресії (VAR). VAR-підхід було розроблено на початку 80-х років XX ст. рядом науковців (Р. Лукас, Т. Сарджент) на чолі з К. Сімсом. Кожне рівняння моделі описує залежність однієї змінної від усіх інших. Дані рівняння є комбінацією моделі з розподіленим лагом та моделі авторегресії. Число рівнянь моделі дорівнює кількості змінних. Це сприяє вирішенню проблеми ідентифікації взаємозв'язків при моделюванні. У загальному вигляді VAR-модель складається з наступних рівнянь:

$$\begin{bmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \\ \vdots \\ Y_{nt} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_1 \\ A_{2t} \\ \vdots \\ A_{nt} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) & \dots & A_{1n}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) & \dots & A_{2n}(L) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ A_{n1}(L) & A_{n2}(L) & \dots & A_{nn}(L) \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} Y_{1,t-1} \\ Y_{2,t-2} \\ \vdots \\ Y_{n,t-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{nt} \end{bmatrix} \quad ,(2.1)$$

де A_i - параметри, що є перетинами в кожному рівнянні VAR;

$A_{ij}(L)$ - поліном лагового оператора;

Y_{jt} - вектор ендогенних змінних;

j=1,2,…,n; t=1,2,…,T.

Нижче наведені основні етапи побудови VAR-моделі (рис. 2.12).

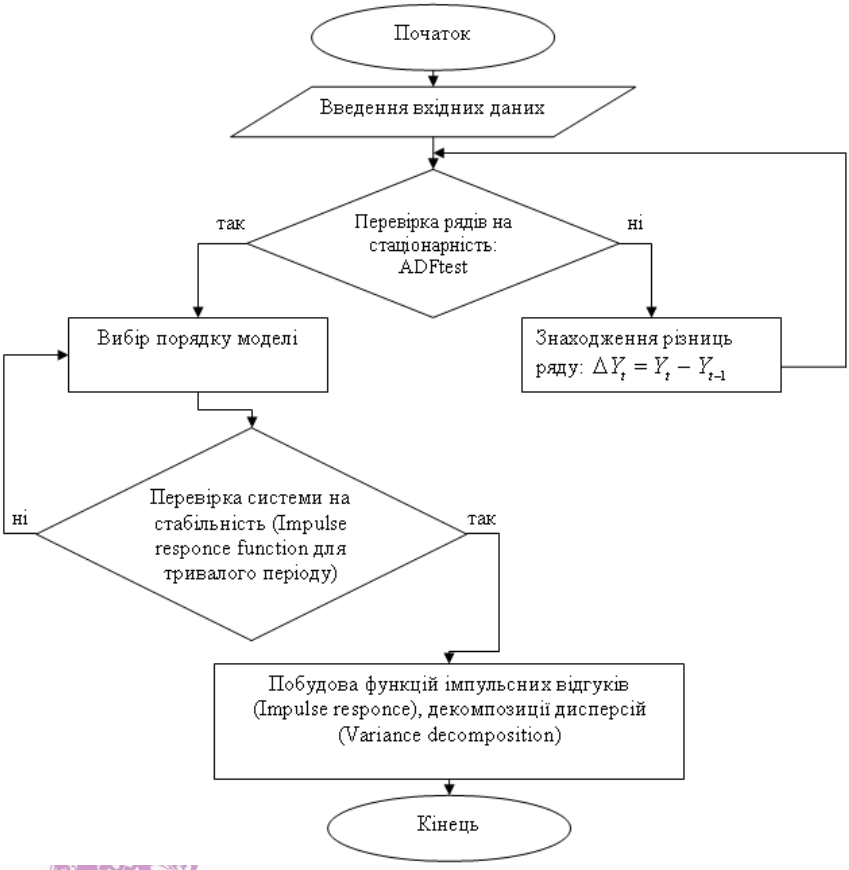

Рисунок 2.12 - Блок-схема побудови моделі векторної авторегресії

Офіційні ставки центрального банку як інформаційні індикатори прийняття суб'єктами ринку певних рішень є у розвинутих країнах ключовими інструментами впливу на економічний розвиток та інфляційні процеси [106]. Зважаючи на вищезазначене, було обрано наступні змінні для аналізу передачі імпульсів процентним каналом трансмісійного механізму в Україні:

- облікова ставка (discount rate) як орієнтир вартості грошових ресурсів;
- середньозважена ставка рефінансування (refinancing rate), яка є фактичною ставкою проведення операцій Національним банком України;
- середньозважена ставка кредитування на міжбанківському ринку (moneymarketrate), що є індикатором рівня ліквідності банківської системи, орієнтиром для коригування монетарної політики багатьох розвинених країн;
- ставка за депозитами економічних суб'єктів (deposit rate), що впливає на вартість кредитування за рахунок залучених банками ресурсів;
- ставка за кредитами в реальний сектор економіки (lending rate) як важливий фактор регулювання кредитної активності та стимулювання росту ВВП;
- номінальний обмінний ефективний курс (neer), що виражає курсові переваги вітчизняної економіки на світовому ринку;
- індекс цін акцій (shareprices) за результатами торгів на фондовій біржі ПФТС, що акумулює в собі фактори попиту на цінні папери, вплив фази циклу ділової активності;
- індекс споживчих цін (CPI) як показник реального сектора економіки, що є одним із виразників динаміки добробуту населення.

Ряд індексів цін акцій було логарифмовано для можливості адекватного порівнювання з іншими показниками. Дані попередньо очищено від сезонності (для зменшення варіативності рядів, що сприяє одержанню кращих статистичних характеристик рівнянь) методом Census II з використанням програми Statistica 6.

Необхідною умовою побудови VAR-моделей є стаціонарність її рядів, перевірку яких здійснено за допомогою тесту Діккі-Фуллера (ADF-тесту).

Стаціонарність означає, що математичне сподівання ряду, його дисперсія не залежать від часу. Стаціонарність ряду потрібна, щоб висновки вибірки можна було поширювати на генеральну сукупність [157, с. 17–19].

Результати аналізу рядів на стаціонарність методом Діккі-Фуллера представлено в табл. 2.5. Як видно із даних табл. 2.5, абсолютні

значення статистики МакКіннона (ADF-статистика) для офіційних ставок НБУ, номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК), ІСЦ, ставки кредитування реального сектора та індексу цін акцій менші за абсолютні значення критичної величини при усіх рівнях статистичної значимості, що свідчить про їх нестаціонарність. Дане питання вирішуємо шляхом знаходження перших різниць (абсолютних ланцюгових приростів) вищезазначених показників, різниць і позначаючи їх символом *d* (наприклад, *d_discount rate*).

Таблиця 2.5 - Результати ADF тесту

Показник	ADF-статистика	Критична величина при рівні значимості:		
		1 %	5 %	10 %
discount rate	-3,148	-4,034	-3,446	-3,149
refinancing rate	-2,282			
money market rate	-5,992			
deposit rate	-3,774			
lending rate	-2,350			
CPI	-1,818			
share prices	-2,261			
Neer	-2,193			

Наступним кроком є вибір порядку моделі. Для цього здійснено аналіз включення лагів за інформаційними критерієм Шварца (SC), суть якого полягає у визначенні найменшого відхилення розрахованого значення результативної ознаки від фактичного. Виявлено, що оптимальною за критерієм Шварца є модель з лагом в один місяць, проте, зважаючи на ринковий характер передачі монетарних імпульсів, що передбачає запізнення реагування показників, та, водночас, враховуючи необхідність збереження стабільності моделі, прийнято рішення обрати кількість лагів у 6 місяців.

Тепер варто перевірити VAR-модель на стабільність, що є необхідною умовою її практичного застосування і означає, що послідовність зовнішніх шоків має кінцевий спадний ефект. Тобто при затуханні шоків з часом модель вважається стабільною. На рис. 2.13 показано, що при аналізі функцій імпульсних відгуків на тривалому проміжку часу (100 періодів) шоки в моделі з часом затухають.

State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
Український навчальний заклад Національного банку України "Академія банківської справи"

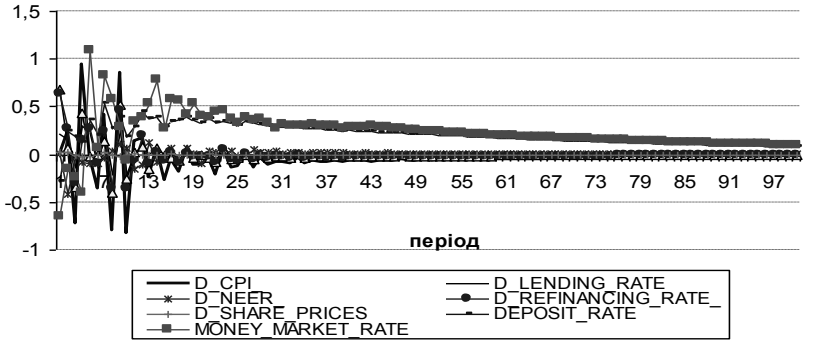

Рисунок 2.13 - Затухаюча реакція показників на шок облікової ставки в моделі VAR з 6 лагами

Таким чином, на основі побудованої моделі можемо проводити подальші дослідження. Структура рівняння VAR-моделі для опису ряду ІСЦ представлена у додатку Д. На основі підходу К. Гренджера перевірки на каузальність (Granger Causality Test), автоматизованого у програмі EViews, висунуто гіпотезу, що з ймовірністю в 95 % можна говорити про наявність зв'язку між наведеними змінними (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 - Визначення статистично значимого зв'язку між показниками VAR-моделі трансмісійного механізму в Україні

Факторні показники / Результативні показники	d_discount rate	d_refinancingrate	money market rate	deposit rate	lending rate	d_share prices	d_neer	d_CPI
d_discount rate	-	1-6	1-6	1-6				1
d_refinancing rate	5,6	-	3-6	1-6				4-6
money market rate		1-4	-	5,6		4-6	2-6	
deposit rate		1,2		-	1		2-6	1,2
lending rate	3,6	1-6	1	1-6	-	2-6	1-6	1
d_share prices						-	2-6	
d_neer					2	2-6	-	
d_CPI		1-6	1-6	1-6	2			-

У табл. 2.6 помічено, з яким лагом вплив факторного показника на результативний є статистично значимим. Так, наприклад, підтверджено значимість впливу облікової ставки з лагом в 3 та 6 місяців на поточне значення ставки кредитування реального сектора економіки.

Для аналізу особливостей поведінки показників фінансового ринку та ІСЦ в Україні побудуємо функцію імпульсних відгуків (Impulse responce). Дана функція показує зміну поточного та наступних значень ендогенних показників у відповідь на зміну (шок) іншого показника на одне стандартне відхилення. На рис. 2.14 представлено реакцію показників на шок облікової ставки НБУ протягом трьох років.

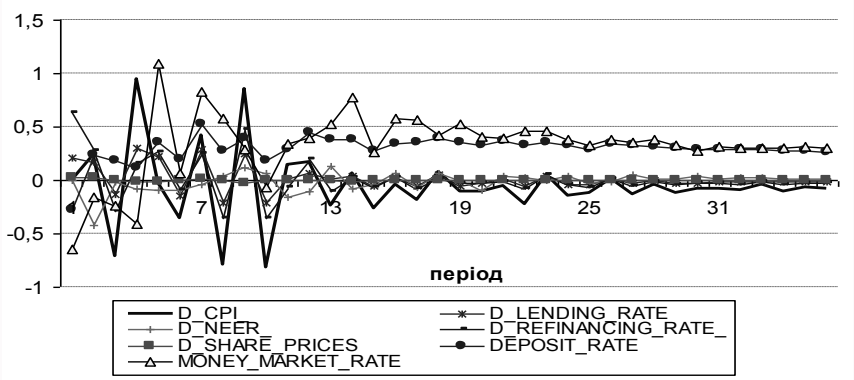

Рисунок 2.14 – Реакція показників на зміну облікової ставки

Для виявлення загальної тенденції реагування показників представимо функцію акумульованих імпульсних відгуків (рис. 2.15), що є накопиченим значенням реакції показників на шок облікової ставки.

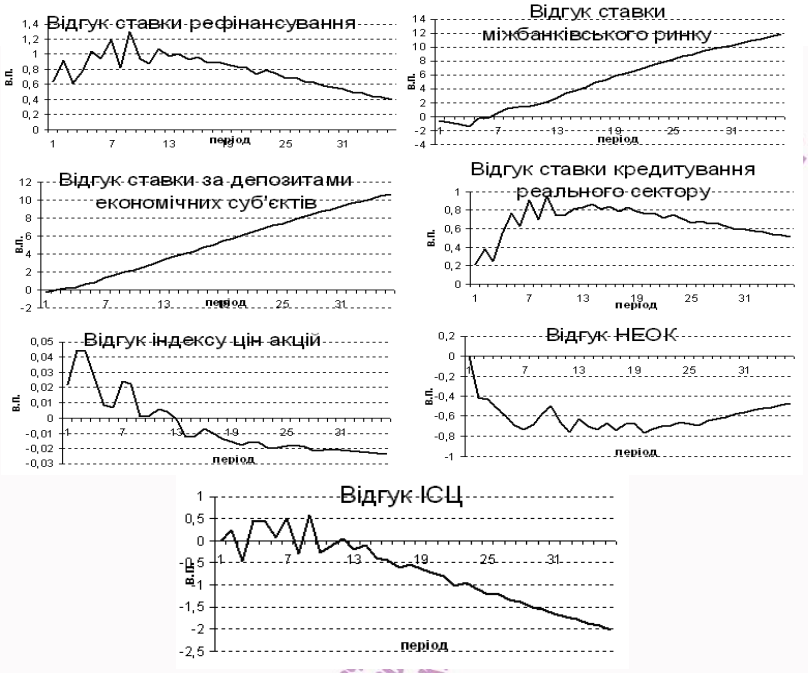

Рисунок 2.15 – Акумульовані значення функції відгуків на шок облікової ставки

Відповідно до даних наведених вище рисунків сформуємо таблицю 2.7, де сконцентровано особливості реагування змінних на підвищення облікової ставки.

Таблиця 2.7 – Характеристика реагування змінних на шок облікової ставки

Результативна змінна	Реакція відразу після шоку	Екстремум реагування	Загальна тенденція (на основі акумульованих відгуків)
1	2	3	4
D_REFINANCING_RATE	↑ на 0,63 в.п.	↑ на 0,63 в.п. відразу після шоку	Зростання з повільним затуханням

Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України»

Продовження табл. 2.7

1	2	3	4
MONEY_MARKET_RATE	↓ на 0,65 в.п.	↑ на 1,1 в.п. через 5 міс.	Помірне зростання
DEPOSIT_RATE	↓ на 0,27 в.п.	↑ на 0,53 в.п. через 6 міс.	Помірне зростання
D_LENDING_RATE	↑ на 0,21 в.п.	↑ на 0,30 в.п. через 3 міс.	Зростання з повільним затуханням
D_SHARE_PRICES	↑ на 0,018	↑ на 0,02 через міс.	Незначне зростання з подальшим спадом
D_NEER	↑ на 0,002 в.п.	↓ на 0,42 в.п. через міс.	Спад (в середньому, на 0,6 в.п.)
D_CPI	відсутня	↑ на 0,94 в.п через 3 міс.	Спочатку неоднозначна реакція, через рік – спад

Результати проведеного аналізу показують, що шок облікової ставки, тобто її збільшення на 1 стандартне відхилення, викликає адекватну реакцію ставки рефінансування, що пов'язано з принципами формування останньої.

До того ж шок облікової ставки викликає зростання ставки кредитування реального сектора, що пов'язано з урахуванням останньою сигналу від НБУ щодо підвищення вартості грошей. Згідно з результатами тесту Гренджера, реакція інших ставок є статистично не значимою, що свідчить про відсутність стійкого причинно-наслідкового зв'язку між обліковою ставкою та рештою показників.

На основі даного тесту (див. табл. 2.5) виявлено, що причинно-наслідковий зв'язок між обліковою ставкою та ставками рефінансування і кредитування реального сектора економіки підтверджується лише для двох лагів із шести, включених у модель. Вплив облікової ставки на ставку кредитування реального сектора лише з трьома і шістьма лагами є статистично значимим, що складає 30 %, тобто 2 випадки із 6 представлених. Це зумовлює обережність трактування причинно-наслідкового зв'язку між вищенаведеними показниками.

Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України»
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

Із вищезазначеного робимо висновок, що вплив облікової ставки на ставки рефінансування і кредитування реального сектора економіки з деякими лагами є статистично значимим, проте однозначність, стійкість такого впливу викликає певні сумніви. Тобто облікова ставка є лише умовним орієнтиром у формуванні наведених показників.

Відповідно до описаного принципу ставка рефінансування здатна впливати на ставку міжбанківського ринку, кредитування реального сектора економіки, ІСЦ та здійснювати зворотний вплив на облікову ставку. Проаналізуємо це більш детально. Представимо функцію акумульованих імпульсних відгуків показників, на які ставка рефінансування здійснює відносно стійкий статистично значимий вплив (рис. 2.16).

Рисунок 2.16 – Акумульовані значення функції відгуків на шок ставки рефінансування

Нижче наведемо особливості реагування показників, на які ставка рефінансування здійснює відносно стійкий статистично значимий вплив (табл. 2.8).

Таблиця 2.8 - Особливості реагування змінних на шок ставки рефінансування

Результативна змінна	Реакція відразу після шоку	Екстремум реагування	Загальна тенденція
1	2	3	4
MONEY_MARKET_RATE	↑ на 0,49в.п.	↑ на 1,20 в.п через 3 міс.	Стрімке зростання з подальшим затуханням

Продовження табл. 2.8

D_LENDING_RATE	відсутня	↓ на 0,40 в.п. через міс.	Переважно від'ємна коливальна динаміка з поступовим зростанням
D_CPI	відсутня	↑ на 0,88 в.п. через 3 міс.	Неоднозначна реакція з подальшим незначним зростанням
D_DISCOUNT_RATE	відсутня	↓ на 0,41 в.п. через міс.	Спадання з подальшим поступовим зростанням

Результати проведеного дослідження вказують на те, що ставка рефінансування має здатність викликати адекватну реакцію на міжбанківському ринку, що сприяє підвищенню ефективності регулювання економіки монетарними інструментами. Причини неадекватної реакції ставки кредитування економіки наступні:

- значна частка банків з іноземним капіталом в Україні (на кінець 2010 р. – 40,6 %), які є нечутливими до політики рефінансування НБУ, що послаблює управлінську позицію останнього;

- високі ризики кредитування, що зумовлює існування стабільно високої вартості позик та підвищує ймовірність явища раціонування кредиту.

Зростання на 1 стандартне відхилення ставки рефінансування викликає через 1-2 місяці спад рівня інфляції, а з часом -її підвищення. Це можна пояснити впливом здорожчання кредитування на споживчий попит, що зменшує тиск на ціни на перших етапах після шоку. Подальше ж зростання інфляції пов'язано з реакцією виробників, які закладають у ціни товарів та послуг збільшені витрати щодо обслуговування кредитів.

Після збільшення ставки рефінансування НБУ для збалансування ситуації та подальшого пом'якшення монетарної політики реагуватиме зниженням облікової ставки.

У табл. 2.9 подано інформацію про особливості стійкого реагування показників на шок ставки кредитування на міжбанківському ринку.

Таблиця 2.9 - Реагування змінних на шок ставки кредитування на міжбанківському ринку

Результативна змінна	Реакція відразу після шоку	Екстремум реагування, в.п.	Загальна тенденція
D_CPI	відсутня	↓ на 0,60 через 3 міс.	Коливальний спад з подальшим зростанням (до позитивної реакції)
D_DISCOUNT_RATE	відсутня	↓ на 0,27 через 3 міс.	Спад з подальшим скороченням його темпів
D_REFINANCING_RATE	відсутня	↓ на 0,60 через 3 міс.	Спад з подальшим скороченням його темпів

Як бачимо, ставка міжбанківського ринку викликає зворотну реакцію офіційних ставок НБУ, що свідчить про відслідковування Національним банком України сигналів грошового ринку та помітне реагування на загострення ситуації з лагом у три місяці. Підвищення ставки кредитування міжбанківського ринку викликає зростання ІСЦ після деякого спаду, спровокованого скороченням переважно споживчого попиту. Подальше зростання рівня цін можемо пояснити підвищенням вартості кредитування, що через посилення інфляції витрат призводить до зростання вартості товарів та послуг.

Доцільно наголосити, що відповідно до досвіду країн з активною процентною політикою ефективність монетарної трансмісії на першому етапі передачі грошово-кредитних імпульсів виражається в низькому ступені коливання ставок міжбанківського ринку. На рис. 2.17 наведено динаміку абсолютних ланцюгових приростів даних ставок в Україні та, для порівняння, в Росії, США, Великобританії та Німеччині за період з 1.02.2000 по 1.07.2010.

Як видно з рис. 2.17, волатильність процентних ставок в Україні, порівняно з іншими країнами, є найбільш вираженою. За вказаний період коефіцієнт варіації абсолютних ланцюгових приростів ставок міжбанківського ринку в нашій державі складає 55 %, в Росії – 45 %, США – 13 %, Великобританії – 14 % та Німеччині – 8 %.

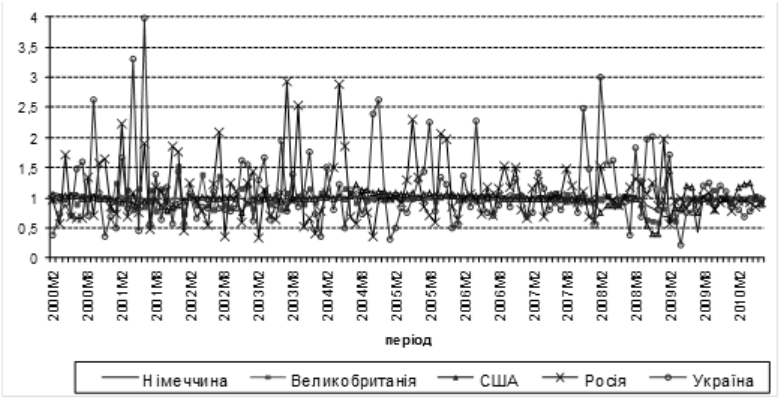

Рисунок 2.17 - Коливання ставок міжбанківського ринку в Україні та деяких інших країнах світу

Функцію імпульсних відгуків доповнює аналіз декомпозиції дисперсій помилок прогнозів (різниця між реальними значеннями та розрахованими за моделлю). Дана функція дає змогу дослідити вплив різноманітних шоків на дисперсію помилок прогнозів на різних інтервалах часу. Це дає уявлення про питому вагу лагових значень одних показників у динаміці інших (рис. 2.18).

При аналізі відносного показника – декомпозиції дисперсій помилок прогнозів – виявлено наступне:

- Формування ставки міжбанківського ринку приблизно на 40 % пояснюється власними ваговими значеннями. З часом зростає вплив рівня інфляції (близько 22 %), але, відповідно до даних тесту Гренджера, залежність між даними показниками підтверджена не була, що вказує на неоднозначність та нестабільність причинно-наслідкового зв'язку між ними. Індекс цін акцій як випереджальний індикатор стадії циклу ділової активності, в середньому, визначає 20 % динаміки ставки кредитування міжбанківського ринку. На основі структури VAR-моделі виявлено, що на ставку міжбанківського ринку індекс цін акцій здійснює обернений вплив, адже останній виражає рівень фінансового добробуту підприємств і зростає на висхідному етапі бізнес-циклу, характеризуючи сприятливе економічне становище, достатній рівень довіри економічних суб'єктів один до

одного та відсутність проблем з ліквідністю банків, що в підсумку зменшує рівень ставок міжбанківського ринку. Вплив ставки рефінансування формує близько 6 % динаміки ставки кредитування міжбанківського ринку, що свідчить про складність регулювання останньої НБУ через офіційні процентні ставки.

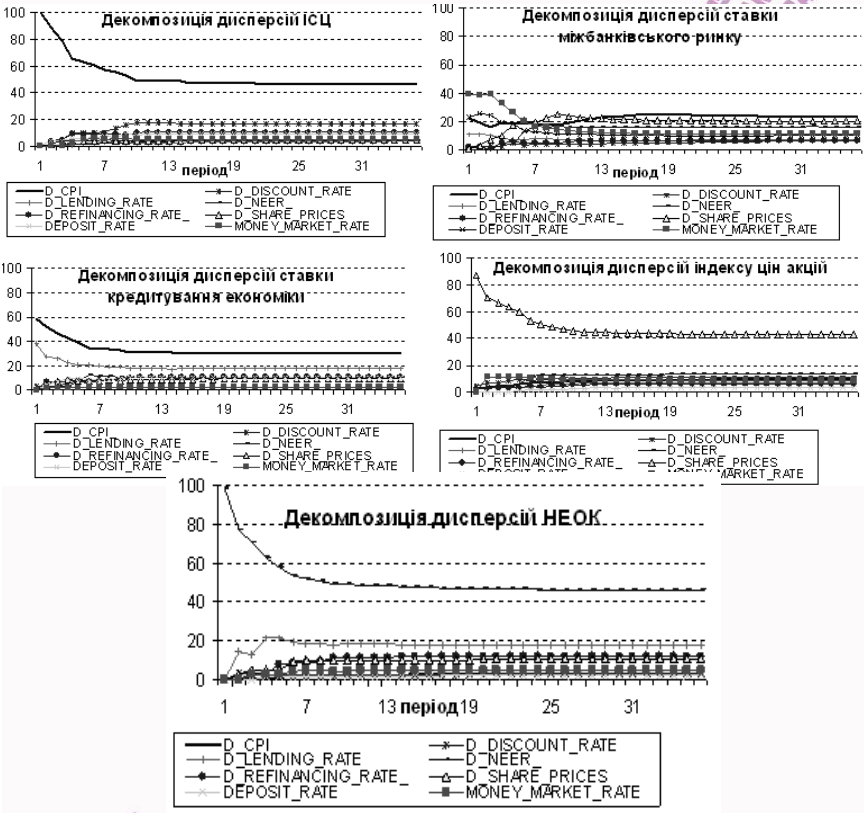

Рисунок 2.18 – Декомпозиція дисперсій важливих показників моделі

- Динаміка ставки кредитування реального сектора економіки, в середньому, на 19 % формується на основі власних попередніх значень, а на 33 % - ІСЦ. Близько 10 % займає питома вага ставки за депозитами економічних суб'єктів у формуванні ставки кредитування, що підтверджує наявність у банківській системі України значної частки

альтернативних джерел залучення ресурсів для здійснення активних операцій у формі запозичень дочірніми банками коштів у закордонних материнських компаній.

- У формуванні індексу цін акцій переважають його лагові значення (приблизно 50 %). Серед інших показників найбільш відчутним є вплив НЕОК (близько 12 %). Це пов'язано з тим, що значну питому вагу в формуванні індексу ПФТС складають акції металургійних компаній, фінансові результати діяльності яких, зважаючи на їх експортну орієнтацію, залежать від курсових коливань національної валюти.

- Динаміка ряду НЕОК на 50 % пояснюється власними попередніми значеннями. Результати до тесту Гренджера підтверджують статистично значимий вплив на НЕОК індексу цін акцій, що формує, в середньому, 10 % його динаміки. На рис. 2.18 бачимо, що лагові значення ставки кредитування реального сектора формують близько 17 % значення НЕОК, ставки рефінансування – приблизно 10 %, проте даний вплив не було підтверджено статистично, що говорить про неоднозначність його трактування.

- Близько 50 % динаміки ІСЦ формується під впливом його лагових значень. З-поміж інших змінних найбільш помітним є вплив облікової ставки (15 %) та ставки рефінансування (близько 10 %), причому вплив останньої є статистично значимим, що свідчить про можливість здійснювати регулювання рівня цін монетарними заходами, проте, найбільш ймовірно, через канал очікувань.

Вищезазначене свідчить про непереконливі можливості НБУ здійснювати контроль за інфляційною динамікою. Проблемним питанням є складність та багатонаправленість траєкторії передачі грошово-кредитних імпульсів від НБУ, що в умовах слабко розвиненого фінансового сектора викликає затримку, неадекватність реагування показників реального сектора. До того ж недостатній рівень довіри до ЦБ, банківської системи та наявність песимістичних очікувань призводять до збурень при передачі монетарних сигналів та їх неочікуваних наслідках.

Для дослідження причин недостатньої точності та швидкості передачі монетарних імпульсів через офіційні процентні ставки зазначимо наступне. У розвинених країнах світу короткострокові ставки рефінансування ЦБ є орієнтиром для формування вартості активів фінансового ринку. В Україні існують періоди (січень-березень 2001 р., січень-квітень 2002 р., липень-вересень 2004 р., лютий-квітень 2005 р., лютий-серпень 2010 р.), коли з тих чи інших причин НБУ не надавав кредитів "овернайт", що викликало невизначеність, збурювало очікування

економічних суб'єктів, виражаючись у стрибках короткострокових процентних ставок. До того ж знижують ефективність монетарного регулювання наступні фактори:

- послаблена управлінська позиція НБУ внаслідок суттєвої частки іноземного капіталу в банківській системі України;
- негативні очікування економічних суб'єктів, які деформують монетарні сигнали;
- недостатня довіра до НБУ, що, поряд з існуючою політичною нестабільністю та економічними ризиками, є суттєвим фактором утримання ставок кредитування реального сектора на стабільно високому рівні;
- слабка довіра економічних суб'єктів до банківської системи, яку можна оцінити через рівень депонування коштів (співвідношення між готівкою та депозитами), який у 2005–2010 р.р., в середньому, склав 43 %, що свідчить про високий рівень не контрольованості грошей і, як наслідок, низьку чутливість ринку до заходів НБУ.

До того ж у споживчому кошику населення України міститься значна частка товарів, ціни на які нелібералізовано, що зумовлює суттєвий вплив немонетарних чинників на інфляцію. Серед подібних чинників слід також виділити високу роль імпортованої інфляції через значну частку імпорту у ВВП та споживанні, а також низьку продуктивність сільського господарства та легкої промисловості, що призводить до нечутливості стабільно високих цін до змін монетарних умов.

Принагідно відзначимо, що якість функціонування трансмісійного механізму виражається у достатності насичення економіки грошима, що було перевірено на основі застосування моделі Камінскі, Лізондо та Рейнхарта (1998 р.) [63], яка має наступний вигляд:

$$Monet = a_0 + a_1 * GDP_{real} + a_2 * CPI + a_3 * t + \varepsilon \qquad (2.2)$$

де $Monet$ - рівень монетизації економіки;

GDP_{real} - темп росту реального ВВП;

CPI - середньорічний темп інфляції;

t - фактор часу.

Відповідно до моделі права частина рівняння виражає попит на гроші, а ліва – його пропозицію. Доданок ε виражає різницю між попитом та пропозицією на гроші: додатне значення ε свідчить про

надлишок грошей в економіці, а від'ємне – про недостатню пропозицію грошей, що говорить, певною мірою, про недоліки у функціонуванні трансмісійного механізму ГКП. Нижче наведено порівняння розрахованого за моделлю Камінскі, Лізондо та Рейнхарта та фактичного рівня монетизації економіки України (рис. 2.19).

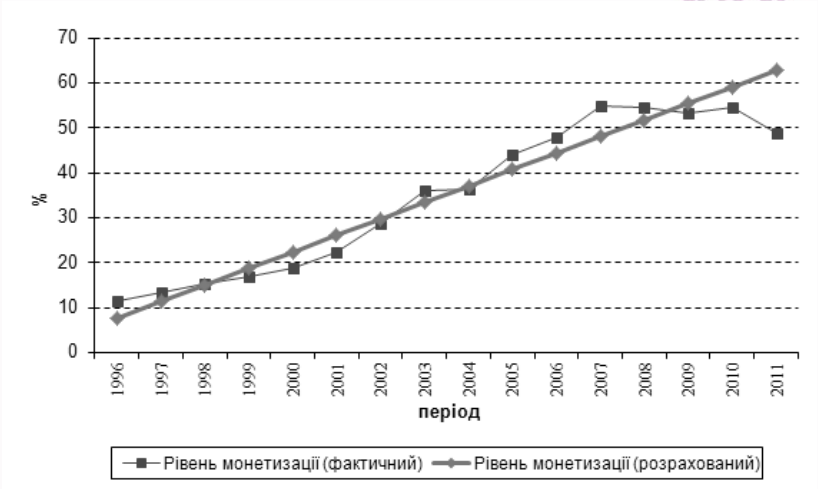

Рисунок 2.19 - Порівняння фактичного та розрахованого за моделлю Камінскі, Лізондо та Рейнхарта рівнів монетизації в Україні за 1996–2011 роки

За розрахунками виявлено недостатність обсягів монетизації економіки відносно попиту на гроші у 2009–2011 роках, причини чого, здебільшого, пов'язані з дестабілізацією функціонування банківської системи, зниженням рівня довіри до неї. Вищезазначене виражається в гальмуванні та збоях у точності передачі монетарних сигналів через трансмісійний механізм і, як наслідок, складності досягнення ЦБ стратегічних монетарних цілей.

2.2.3 Огляд показників результативності грошово-кредитного регулювання в Україні

Донедавна загальноприйнятим підходом до оцінки ефективності ГКП був аналіз дотримання прогнозних показників. У табл. 2.10

зіставлені прогнозні та фактичні значення ІСЦ та обмінного курсу гривні до долара США.

Таблиця 2.10 – Прогнозні і фактичні показники інфляції та обмінного курсу гривні у 2003–2011 рр.

Показник	Період (роки)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ІСЦ, грудень до грудня попереднього року, %									
Прогнозний	106-107	105,8-106,3	106-107	108,5-109,5	107,5	115,9	109,5*	113,1*	108,9*
Фактичний	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6
Середньорічний обмінний курс грн./дол. США									
Прогнозний	5,48	5,38-5,42	5,27-5,31	5,0-5,2	4,95-5,25	–	–	–	–
Фактичний	5,33	5,32	5,13	5,05	5,05	5,27	8,09	7,97	7,72

Аналіз результативності ГКП у 2003-2008 рр. засвідчив факт недотримання Національним банком задекларованих планових показників ІСЦ та валютного курсу (окрім 2006 та 2007 рр.). Однією з фундаментальних причин невиконання прогнозів цінової та курсової динаміки є антагонізм одночасного досягнення цінової та курсової стабільності національної валюти.

Дотримуючись вищенаведеного підходу до аналізу результативності монетарного регулювання, слід констатувати наявність труднощів, пов'язаних з оцінкою рівня результативності монетарного регулювання у 2009–2011 рр., зважаючи на відсутність в Основних засадах грошово-кредитної політики прогнозних значень ІСЦ та валютного курсу. Крім того, Основні засади ГКП на 2011 рік взагалі не були опубліковані для огляду широкою громадськістю.

Вищезазначене змушує шукати інші підходи до аналізу дотримання цілі стабільності національної валюти. Позитивним у даному напрямку було законодавче закріплення пріоритетності цілей НБУ, де першочерговою визначено цінову стабільність. Крім того, Законом України "Про Національний банк України" від 09.07.2010 № 2478-VI було визначено сутність поняття цінової стабільності, під якою розуміється "збереження купівельної спроможності національної валюти

* прогноз ІСЦ, представлений у постановах Кабінету Міністрів України "Про схвалення основних прогнозних макропоказників економічного і соціального розвитку України" за відповідні роки

шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від3до5років) низьких,стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін" [19]. Водночас, виникає низка запитань щодо трактування поняття "низький, стабільний темп інфляції". Уточненню вищезазначеного поняття сприяють наступні роз'яснення. У січні 2011 р. директор Генерального економічного департаменту НБУ І. Шумило повідомив, що "цілями визначено зниження індексу споживчих цін до рівня не вище 5 % в середньостроковій перспективі…" [158]. У програмі економічних реформ 2011-2014 років "Заможне суспільство, конкурентна економіка, ефективна держава", розробленій Комітетом економічних реформ при Президенті України, зазначено, що одним із індикаторів успіху розвитку фінансового сектора є встановлення рівня інфляції у 5-6% до 2014 р. [159]. О. О. Литвинов, заступник керівника Апарату Ради НБУ, схиляється до думки, що під низькими темпами інфляції для України слід розуміти рівень цін у 3-5% [160]. Виходячи із вищезазначеного, можна говорити про високий рівень результативності монетарної політики у 2011 році.

2.3 Ефективність грошово-кредитного регулювання в умовах кризи

2.3.1 Особливості докризової моделі грошово-кредитного регулювання у світі

Для виявлення рівня ефективності грошово-кредитного регулювання досить важливим є аналіз його проведення в період сильних збурень економіки, коли макроекономічна динаміка стає важкокерованою для регулюючих інституцій і набуває екстремальних значень.

Світова фінансово-економічна криза 2008-2009 рр. та її наступне відлуння змусили політиків та вчених-економістів по-новому оцінити результати глобального розвитку останніх десятиліть. Криза ознаменувала собою завершення трансформаційного етапу історії людської цивілізації, основним змістом якого були повернення більшості країн з централізовано планованою економікою до ринкових засад господарювання, повне панування неокласичної парадигми в теорії та ліберальної моделі економічної політики на практиці, динамічне протікання глобалізаційних процесів у всіх сферах людської діяльності. На тлі спокійної, низькоамплітудної циклічності даного періоду переважали заспокійлива психологія макроекономічного управління, потурання лібералістичним тенденціям та всіляке стримування

державного регулювання економіки. Маятник коливань між державним регулюванням і ринковим саморегулюванням впевнено хитнувся у бік останнього. Демонтаж системи державного регулювання в перехідних та розвинутих економіках відбувався цілком у руслі неоліберальних суджень: "Дороге тотальне регулювання лише придушує ентузіазм шукачів прибуткових ніш …" (пер.авт) [161, с. 353]. За ейфоричними заявами економістів-ринковиків майже нечутними стали голоси прихильників активної ролі держави в процесі встановлення та підтримання макроекономічної рівноваги. Концептуально державне втручання в перехідних економіках обмежувалось положеннями Вашингтонського консенсусу, а в розвинутих країнах - політикою мінімального втручання.

Реформування податкових систем та "урізання" бюджетних видатків дезактивували основний інструмент кейнсіанського антициклічного регулювання - фіскальну політику, переклавши функцію поточного коригування макроекономічної ситуації на грошово-кредитні заходи центральних банків як гнучкий оперативний засіб реагування на зовнішні шоки. Водночас внаслідок парадигмальних зрушень змінилося коло об'єктів монетарного впливу та механізмів їх дії. На зміну антициклічній спрямованості грошово-кредитної політики з відповідними механізмами на фазах спаду та піднесення була вибудувана концепція макроекономічних шоків внутрішнього та зовнішнього походження, що збурюють сукупний попит та сукупну пропозицію. У результаті відпрацьовані десятиліттями варіанти антикризової та антиінфляційної монетарної політики втратили методологічну основу для свого застосування, адже макроекономічні шоки не мають системного характеру і чергування рецесій та економічних бумів не є циклічним. Як правильно підмітив нобелівський лауреат Дж. Стіглiц: "Широко розрекламована нова економіка за допомогою дивних нововведень, які стали відмінною ознакою другої половини XX сторіччя, в тому числі перегулювання та фінансового інжинірингу, повинна була, як передбачалося, забезпечити краще управління ризиками, і завдяки цьому позбавитися такого явища, як бізнес-цикл… Якщо рецепти, пропоновані спільно новою економікою і сучасною економічною наукою, і не усунуть повністю економічні коливання, то вони хоча б допоможуть встановити над ними контроль. Принаймні, нам так говорили…" (пер.авт.) [162, с. 4].

У контексті проповідування ациклічного, випадкового характеру макроекономічної динаміки грошово-кредитна політика виявляється часто недоречно та несвоєчасно застосовуваним інструментом. Через

тривалий лаг монетарної політики реалізація експансійних заходів в умовах короткочасної рецесії виявляється проциклічним кроком, оскільки дія на реальний сектор розпочинається із запізненням, коли вже відновлюється зростання економіки, і, можливо, актуальними будуть, навпаки, рестрикційні заходи. З іншого боку, перегрівання економіки з підвищеними темпами інфляції нерідко триває 2–3 квартали, і обмежувальна грошово-кредитна політика просто не встигає спрацювати в потрібному напрямку. Дійсно, зміна дисконтної ставки здійснюється центральними банками досить оперативно, однак "інструментальний місток", перекинутий від короткострокових процентних ставок грошового ринку до відповідних зрушень у реальному секторі, досить довгий, і на практиці визначається ефективністю та тривалістю дії передавального механізму грошово-кредитної політики. За дослідженнями вітчизняної економіки лаг ГКП при впливі на інфляцію становить 3–4 квартали [163, с. 5].

Ще більше ускладнює проблему ідентифікації характеру макроекономічної нестабільності концепція "бульбашок", яка взагалі вважає бурхливі сплески та спади на окремих ринках і в економіці в цілому спорадичними явищами. Дійсно, в сучасних умовах надлишкового нагромадження капіталу в окремих країнах виникають рецидиви "ірраціональної поведінки" інвесторів, які орієнтуються на імовірне, але часто необґрунтоване підвищення ціни активів, мимоволі "розігріваючи" ринок і формуючи чергову бульбашку. Інакше кажучи, бульбашка виникає в результаті істотного розриву між фактичною ціною і вартістю активу в реальному секторі або між ринковою і реальною вартістю активів у фінансовому секторі. Про природу фінансових бульбашок написано чимало праць, починаючи з опису "тюльпанової лихоманки" в Голландії XVII ст. до аналізу недавньої іпотечної кризи у США [164; 165]. Для пояснення феномена бульбашок були сформовані як неекономічні підходи (психолого-соціологічний підхід, що обґрунтовує ринкові сплески особливостями поведінки натовпу та окремого індивіда, історичний підхід з його описом конкретних фактів розвитку і краху), так і суто економічний підхід з трактуванням бульбашок крізь призму надлишкової пропозиції грошей, низьких процентних ставок та розквіту складних схем сек'юритизації фінансових інструментів [166]. Проте з впевненістю можна сказати, що і макроекономічні бульбашки, як, наприклад, зростання цін на світовому ринку енергоносіїв, і мезоекономічні, як бум на американському ринку нерухомості у 2003-2008 рр., виникають на початковій стадії економічного піднесення і руйнуються

напередодні рецесії (або ж самі слугують її детонатором). Природно, що, незважаючи на неоднакову тривалість сучасних ділових циклів, деформованих під впливом державного регулювання, періодичні ринкові "здуття" цілком вписуються в методологічну канву теорії циклічності.

Оскільки осередком зародження та розвитку бульбашок є насамперед фінансовий ринок, то перед грошово-кредитною політикою постає непросте завдання виявити об'єкти невиправданого цінового збурення та адекватно на них відреагувати. Щоправда, суто монетарних регуляторних заходів тут часто не вистачає для нейтралізації чергової бульбашки, тому вони повинні органічно взаємодіяти з фіскальною політикою та доповнюватись макропруденційним регулюванням.

Крім ациклічності, грошово-кредитна політика періоду лібералізації зазнала відчутної корекції її цільової функції та інструментарію.

Традиційно цільову функцію ГКП становлять три групи цілей: стратегічні, проміжні і тактичні(див. п. 1.1.5). Стратегічними вважаються ті з них, що визначені загальноекономічною політикою держави як ключові для поточного і майбутнього розвитку економіки (зростання виробництва, стабільність цін, підвищення зайнятості населення, рівновага платіжного балансу, стабільність фінансово-банківського сектора тощо). Проте більшість з них перебувають поза зоною безпосереднього впливу монетарних заходів і повинні підкріплюватись фіскальною, зовнішньоекономічною, ціновою політикою чи політикою регулювання доходів. Крім того, згідно з моделлю економічної політики Я. Тімбергена кількість цілей, на досягнення яких спрямовується регуляторний вплив, не повинна перевищувати кількості інструментів, задіяних в регуляторному процесі. Інакше система рівнянь, де змінних більше, ніж самих рівнянь, не матиме розв'язку. Зважаючи на певну обмеженість монетарного інструментарію, основним завданням грошово-кредитної політики поступово став виголошуватись контроль за інфляцією.

Друга непроста проблема стратегічного націлювання ГКП полягає в узгодженні зазначених цілей щодо виконання монетарною та загальноекономічною політикою. Відтак, якщо загальноекономічну політику зорієнтувати на стабілізацію цін, то ГКП зможе діяти на досягнення інших макроекономічних цілей.

У той же час безпосередній антициклічний потенціал мають проміжні цілі ГКП, які змінюються в напрямі, що визначається

стратегічними цілями (пожвавлення чи, навпаки, стримування кон'юнктури). Конкретними завданнями проміжного рівня вважаються змінні грошової маси чи грошової бази, процентної ставки, валютного курсу, швидкості обігу грошей, номінального ВВП та рівня цін.

Тактичні цілі ГКП зводяться до поточного регулювання параметрів грошового ринку – підвищення чи зниження пропозиції та вартості грошей. У цьому сенсі тактичні цілі наближені за своєю суттю до монетарних інструментів і мають короткостроковий характер.

У результаті зіставлення трьох груп цілей ГКП доходимо висновку, що і серед стратегічних, і серед проміжних монетарних завдань фігурує цінова динаміка. Цінам як грошовому виразнику вартості реальних активів притаманна властивість змінюватись під впливом параметрів грошового ринку. На відміну від номінальних, реальні змінні опосередковано залежать від грошових показників, і більшою мірою мусять регулюватись засобами загальноекономічної політики. Тому цінова стабільність або ж рівень інфляції постає провідною метою монетарного регулювання як в короткостроковому, так і в середньостроковому періодах. Саме інфляцію, а не спад виробництва оголошували ворогом № 1 під час стагфляції політичні лідери та керівники центральних банків розвинутих країн. У результаті на контроль інфляції стали спрямовувати діяльність монетарних регуляторів міжнародні валютно-фінансові інституції.

Грошово-кредитна політика, обмежена орієнтацією на контроль інфляційних процесів, має нескладну методику проведення: центральний банк визначає і виголошує прогнозований рівень інфляції (інфляційний таргет) на середньостроковий період і, використовуючи монетарні інструменти, найперше – процентну ставку, досягає бажаної динаміки цін, стабілізуючи інфляційні очікування господарських суб'єктів та формуючи довіру до своєї політики. Відтак до завдань провідника ГКП не включаються стимулювання ділової активності та підтримання фінансової стабільності в економіці. Цільова функція звужується до забезпечення цінової стабільності, а інструментарій – до варіювання процентною ставкою. Часовий горизонт політики визначається двома–трьома роками, упродовж яких центральний банк діє на досягнення та підтримання цільового показника інфляції, незважаючи на фазу ділового циклу. Та й циклів як таких уже немає – існують спорадичні зовнішні шоки, які ГКП здатна без утруднень нівелювати.

Серед центральних банків країн світу утворюється група учасників, що визнали інфляцію пріоритетною метою грошово-кредитного регулювання. У свою чергу, з-поміж них виділяються

національні монетарні регулятори, які виголосили пряме націлювання ГКП на подолання інфляції (інфляційне таргетування) та прихильники більш "м'якого" варіанта – орієнтації на цінову стабільність. Інфляційне таргетування (ІТ), починаючи з 1991 р., прийняли понад 30 країн (згодом Іспанія, Словаччина та Фінляндія, приєднавшись до зони євро, змушені були відмовитись від прямого таргетування інфляції та переорієнтувати свою грошово-кредитну політику, згідно з вимогами Європейського центрального банку, на цінову стабільність). Саме країни зони євро, а також США, Швейцарія, Японія та деякі інші країни взяли на озброєння ГКП, орієнтовану на цінову стабільність.

Отже, протягом останніх двох десятиліть за відсутності потужних глобальних турбуленцій сформувалась та поступово набувала поширення ациклічна модель реалізації грошово-кредитної політики, доки не вибухнула найглибша з часів Великої депресії криза, у процесі якої довелось переоцінити чимало попередніх теоретичних уявлень, ліберальних постулатів політики та звичних рецептів регулювання.

2.3.2 Оцінка панівної моделі монетарної політики провідними школами економіки

По сьогодні у фахових колах не вщухає дискусія: якою мірою грошово-кредитна політика загалом, та інфляційне таргетування зокрема, послужили пом'якшенню кризи та локалізації її наслідків. Чи не стала передкризова грошово-кредитна політика через помилковість окремих її заходів, навпаки, проциклічним чинником?

З погляду економістів кейнсіанського напрямку ортодоксальна ринкова парадигма в теорії та неоліберальна економічна політика на практиці зробили грошово-кредитні заходи центральних банків низькоефективним інструментом державного регулювання, а інфляційне таргетування як стратегія грошово-кредитної політики являє собою лише данину моді монетаризму [167, с. 7; 4, с. 5-6]. Економічні збурення останніх років відновлюють інтерес до теорії Дж. Кейнса та його антикризової ГКП [168, с. 158].

Послідовні прихильники неокласичного напрямку стверджують, що фінансова криза виявилася б значно глибшою за відсутності адаптаційних механізмів ринкового саморегулювання, здатних абсорбувати зовнішні шоки. У відповідь на закиди щодо проциклічності грошово-кредитної політики Л. Свенссон (Швеція) стверджує, що причиною кризи була не "м'яка" грошово-кредитна політика, а прорахунки в

регулюванні фінансового ринку та нагляді за системними ризиками, що виникали в поєднанні з деякими іншими обставинами [169]. На його думку, інфляційне таргетування і надалі залишається передовою практикою проведення грошово-кредитної політики в докризовий, кризовий та післякризовий періоди.

Професор Колумбійського університету М. Вудфорд (США) підкреслює позитивний факт, що під час нинішньої кризи не відбулося різких коливань цінової динаміки, порівнюючи теперішню цінову ситуацію з кризою 1929-1933 рр., коли у США спостерігалася 25-відсоткова дефляція, та з кризою 1973-1975 рр., під час якої було розкручено спіраль стагфляції з високою ціновою динамікою на тлі глибокої рецесії реального сектора [170]. Середньострокові інфляційні очікування, усталені завдяки запровадженню в багатьох країнах режиму інфляційного таргетування, одночасно сприяли стабілізації реальної економіки.

Зважаючи на дискусійність питання щодо ефективності грошово-кредитного регулювання в період кризи, спробуємо неупереджено проаналізувати макроекономічну динаміку в країнах, що запровадили режим інфляційного таргетування в практику діяльності центральних банків.

2.3.3 Макроекономічна динаміка в країнах-таргетерах інфляції в період кризи

Виявлення пускових механізмів недавньої світової кризи та з'ясування її зв'язку з монетарними чинниками потребує попереднього встановлення характеру кризових явищ, що спостерігалися на мега та макрорівні у 2008–2009 рр. Проаналізувавши щорічну динаміку реального ВВП та змін середнього рівня інфляції упродовж докризових та кризових років у 28-ми країнах, що проголосили режим інфляційного таргетування, можна констатувати наступні виявлені закономірності.

Насамперед, недавня криза мала світовий характер, оскільки всі країни – таргетери інфляції відчули на собі дію кризових чинників і в результаті скоротили або уповільнили зростання обсягів національного виробництва. Так, річні темпи приросту світового ВВП, обчисленого в ринкових цінах на основі постійних курсів місцевих валют, за даними Світового банку становили у 2007 р. 4,0 %, знизившись у 2008 р. до 1,5 % і досягнувши дна в -2,3 % у 2009 р. [171]. Наступний 2010 рік засвідчив піднесення світового ВВП з темпом 4,2 %.

Другою типовою рисою нинішньої кризи стала синхронність ділового циклу, тобто майже одночасна рецесія в різних групах країн з чітким уповільненням економічної динаміки в 2008 р. та явним спадом виробництва у 2009 р., про що свідчать наведені вище дані Світового банку. Понижувальну динаміку ВВП упродовж 2007-2009 рр. також продемонстрували всі країни, що сповідують режим інфляційного таргетування, крім Угорщини, де стагнація почалась ще з 2007 р., а також Перу, Румунії та Гани, у яких 2008 рік виявився більш динамічним, ніж попередній (табл. 2.11).

Таблиця 2.11 - Темпи інфляції та реального ВВП в країнах, що запровадили режим інфляційного таргетування, % [172; 173]

Країни*	Цільовий рівень інфляції у 2009 р.	Фактичний середній рівень інфляції			Темп приросту реального ВВП		
		2007р.	2008р.	2009р.	2007р.	2008р.	2009р
1	2	3	4	5	6	7	8
Нова Зеландія	1 – 3	2,4	4,0	2,1	2,8	-0,1	-2,0
Канада	2 +/-1	2,1	2,4	0,3	2,2	0,7	-2,8
Великобританія	2 +/-1	2,3	3,6	2,1	2,7	-0,1	-4,9
Швеція	2 +/-1	1,7	3,3	2,0	3,3	-0,6	-5,3
Австралія	2 – 3	2,3	4,4	1,8	4,6	2,6	1,4
Чеська Республіка	3 +/-1	2,9	6,3	1,0	6,1	2,5	-4,1
Ізраїль	2 +/-1	0,5	4,6	3,3	5,5	4,0	0,8
Польща	2,5 +/-1	2,5	4,2	3,5	6,8	5,1	1,6
Бразилія	4,5 +/-2	3,6	5,7	4,9	6,1	5,2	-0,6
Чилі	3 +/-1	4,4	8,7	1,7	4,6	3,7	-1,7
Колумбія	2 – 4	5,5	7,0	4,2	6,9	3,5	1,5
ПАР	3 – 6	7,1	1,5	7,1	5,6	3,6	-1,7
Таїланд	0,5 – 3	2,2	5,5	-0,8	5,0	2,6	-2,4
Південна Корея	3 +/-1	2,5	4,7	2,8	5,1	2,3	0,3
Мексика	3 +/-1	4,0	5,1	5,3	3,2	1,2	-6,2
Ісландія	2,5 +/-1,5	5,0	12,4	12,0	6,0	1,4	-6,9
Норвегія	2,5 +/-1	0,7	3,8	2,2	2.7	0,7	-1,7
Угорщина	3 +/-1	7,9	6,1	4,2	0,8	0,8	-6,9
Перу	2 +/-1	1,8	5,8	2,9	8,9	9,8	0,9
Філіппіни	4,5 +/-1	2,8	9,3	3,2	6,6	4,2	1,1

* Тут і далі в даному розділі країни наведено в порядку запровадження ними інфляційного таргетування.

Продовження табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7	8
Гватемала	5 +/-1	6,8	11,4	1,9	6,3	3,3	0,5
Індонезія	4 – 6	6,0	9,8	4,8	6,3	6,0	4,6
Румунія	3,5 +/-1	4,8	7,8	5,6	6,3	7,3	-7,1
Туреччина	6,5 +/-1	8,8	10,4	6,3	4,7	1,7	-4,8
Сербія	4 – 8	6,,5	12,4	8,1	5,4	3,8	-3,5
Вірменія	4,5 +/_1,5	4,6	9,0	3,5	13,7	6,9	-14,2
Гана	14,5 +/-1	10,7	16,5	19,3	6,5	8,4	4,0
Албанія	3 +/-1	2,9	3,4	2,2	5,9	7,5	3,3

Глибина кризових явищ у формі згортання кінцевого виробництва більшою мірою відповідала особливостям відтворення у певних групах країн, ніж досвіду чи послідовності таргетування інфляції центральними банками. Так, найглибшим виявився спад у Вірменії, яка приєдналась до групи країн – таргетерів інфляції у 2006 р. і демонструвала значну амплітуду коливань ВВП – від 13,7 % у 2007 р. до -14,2 % у 2009 р. Відчутним було скорочення ВВП з його від'ємною динамікою в європейських країнах. Зокрема, в Румунії воно становило -7,1 %, Ісландії -6,9 %, Угорщині -6,7 %, в решті країн було меншим, а в Польщі взагалі до зниження обсягу реального ВВП справа не дійшла (див. табл. 2.11).

Дещо м'якшою виявилась рецесія в країнах Латинської Америки, де істотно постраждала лише економіка Мексики (-6,2 %), досить тісно інтегрована в охоплений кризою північноамериканський ринок США і Канади. У країнах же Південно-Східної та Південної Азії відзначалося лише деяке уповільнення макроекономічної динаміки, яке, зрештою, не перейшло в область від'ємних значень.

Серед аналізованих країн виразно проявилась тенденція до певного співвідношення динаміки загального рівня цін та обсягу виробництва, яка описується кривою Філліпса: в короткостроковому періоді існує обернена залежність між темпами інфляції та рівнем безробіття. В сучасній інтерпретації – це пряма залежність між перевищенням фактичного темпу інфляції над очікуваним, з одного боку, та розривом ВВП, з іншого боку. У більшості досліджуваних країн фактичний показник інфляції перебував у нижній частині цільового діапазону або взагалі опускався за нижню межу (середнє

значення цільового діапазону інфляції можна з певною мірою умовності прийняти за її очікуваний показник). У підсумку між потенційним та фактичним приростом ВВП утворився рецесійний розрив, що виразився у низьких додатних або взагалі від'ємних темпах приросту річного реального ВВП. За таких умов доцільною є експансійна грошово-кредитна політика центрального банку.

Винятком із закономірності кривої Філліпса стали Ізраїль, де фактична інфляція у 3,3 % перевищила верхнє значення цільового діапазону в 3 %, а також Сербія з перевищенням верхньої межі цільової інфляції на 0,1 в.п., Колумбія і Угорщина - на 0,2 в.п., ПАР і Румунія – на 1,1 в.п., Мексика – на 1,3 в.п., Гана – на 3,8 в.п., Ісландія – на 8,0 в.п. Причому у трьох останніх країн з різним рівнем інтенсивності виявились ознаки стагфляційного процесу, що особливо гостро вразив економіку Ісландії. Саме їх центральним банкам слід визначитись: що первинне для стабілізації – обсяг виробництва чи рівень цін і відповідно будувати стратегію монетарної політики.

Загалом у кризовому 2009 р. дотримали таргетованого рівня інфляції 12 країн з 28, тоді як перевищили його 9 країн, а 7 – мали інфляцію, нижчу за цільовий діапазон. Групи країн за ступенем дотримання цільового значення інфляції в 2009 р.:

- країни з інфляцією в межах цільового діапазону: Нова Зеландія, Великобританія, Швеція, Польща, Бразилія, Південна Корея, Норвегія, Перу, Індонезія, Туреччина, Вірменія, Албанія;

- країни з інфляцією, вищою цільового діапазону: Ізраїль, Колумбія, ПАР, Мексика, Ісландія, Угорщина, Румунія, Сербія, Гана;

- країни з інфляцією, нижчою цільового діапазону: Канада, Австралія, Чеська Республіка, Чилі, Таїланд, Філіппіни, Гватемала [170;172].

2.3.4 Ефективність інфляційного таргетування як засобу абсорбації потужних зовнішніх шоків

Найбільш важливим результатом застосування режиму інфляційного таргетування є його адаптивні можливості до шоків різної потужності. Якщо минула практика підтвердила здатність ІТ нівелювати незначні зовнішні шоки, утримуючи при цьому інфляцію на орієнтовному рівні за рахунок волатильності обмінного курсу національної валюти, то стійкість даного режиму до потужних турбуленцій на зразок "чорних лебедів" [174] залишається проблемною. Теза прихильників таргетування про те, що більшості з 28 країн

вдалося застосувати так звану гнучку модель ІТ, за якої поряд з регулюванням інфляції була відповідним чином підтримана також ділова активність у реальному секторі, потребує фактичного підтвердження [163]. Виходячи з даних табл. 2.12, можемо констатувати, що явної закономірності збереження додатних темпів приросту реального ВВП при дотриманні орієнтовного показника інфляції не спостерігається. Із загальної кількості таргетерів інфляції 11 країн (або 39,3 %) не змістились у зону від'ємних значень приросту ВВП, серед яких лише 5 країн (41,7 %) належать до числа послідовних провідників ІТ. У групі країн, що перевищили таргетований рівень інфляції, 3 країни з 9-ти (33,3 %), а в групі з ознаками дефляції – 3 країни з 7 (42,9 %) спромоглись уникнути спаду. Отже, очевидних переваг у протистоянні кризовим явищам країни, що послідовно реалізували стратегію ІТ, не отримали.

Таблиця 2.12 - Кількість країн за динамікою реального ВВП у 2009 р. за ступенем дотримання інфляційного таргету [170; 172]

Групи країн	Загальна кількість	З додатним приростом ВВП	У т.ч. з потенційним ВВП*	З від'ємним приростом ВВП
1	2	3	4	5
Країни, що дотримали інфляційного таргету	12	5	1	7
Країни, що перевищили інфляційний таргет	9	3	2	6
Країни з фактичною інфляцією, нижчою за таргет	7	3	0	4
Разом	28	11	3	17

*Під потенційним ВВП тут прийнято середній за останні 10 років темп приросту реального ВВП

Оскільки динаміка реального ВВП відчутно неоднакова в різних групах країн світу, об'єднаних за найрізноманітнішими ознаками, то для їх оцінювання в контексті інфляційних змін скористаємося

класифікацією країн за рівнем доходу на одну особу. Відповідно до градації Світового банку країни за обсягом валового національного доходу на одну особу поділяються на 4 групи: з низьким доходом, доходом нижче середнього, доходом вище середнього та високим доходом. Відразу зазначимо певний ступінь умовності такого поділу через проблему адекватного визначення курсів національних валют за паритетом купівельної спроможності, які використовуються при перерахунку ВВП. Проте для завдань виявлення впливу ІТ на темпи зростання економіки ця проблема вирішальної ролі не відіграє.

Результати порівняння темпів зростання в різних дохідних групах свідчать не на користь стратегії ІТ (табл. 2.13). Усі країни другої групи та майже всі країни третьої групи не досягли середньогрупового показника динаміки реального ВВП. Позитивними можна визнати лише результати зіставлень у групі розвинутих країн, що мають високий середньодушовий дохід.

Таблиця 2.13 - Динаміка реального ВВП в країнах – таргетерах інфляції порівняно з відповідними дохідними групами у 2009 р. [172]

Групи країн з рівнем доходу на одну особу	Середній у групі приріст реального ВВП, %	Країни	Вище (+) чи нижче (-) середнього темпу в групі
1	2	3	4
Низький	4,7	-	-
Нижче середнього	5,4	Філіппіни	-
		Гватемала	-
		Індонезія	-
		Вірменія	-
		Гана	-
Вище середнього	1,9	Бразилія	-
		Чилі	-
		Колумбія	-
		ПАР	-
		Таїланд	-
		Мексика	-
		Перу	-
		Румунія	-
		Туреччина	-
		Сербія	-
		Албанія	+
		Нова Зеландія	+
		Канада	+

Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State higher educational institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

Продовження табл. 2.13

1	2	3	4
Високий	-3,9	Великобританія	-
		Швеція	-
		Австралія	+
		Чеська Республіка	-
		Ізраїль	+
		Польща	+
		Південна Корея	+
		Ісландія	-
		Норвегія	+
		Угорщина	-

Отже, криза змусила значною мірою переосмислити роль грошово-кредитної політики в антициклічному регулюванні та ефективність її механізму в частині монетарних цілей та інструментів. Відомий американський макроекономіст, радник МВФ О. Бланшар по завершенні конференції "Майбутнє макроекономічної політики" констатував, що ГКП повинна виходити за межі інфляції, долучивши стабільність виробництва і фінансову стабільність до переліку її цілей, а також додавши макропруденційні заходи до переліку інструментів [175]. Крім того, за результатами цього дослідження додамо, що ациклічна стратегія ГКП - інфляційне таргетування - виявилась недостатньо дієвою у протистоянні глибоким потрясінням економіки. Якщо ряд досліджень попереднього періоду довели здатність ІТ нівелювати незначні за амплітудою зовнішні шоки, то в умовах глибокої синхронної світової рецесії регулювання процентних ставок внутрішнього грошово-кредитного ринку виявляється, очевидно, недостатнім для пом'якшення наслідків впливу різких коливань економіки. Ті країни – таргетери інфляції, що належать до груп з доходом, нижчим та вищим за середній рівень, мали глибший спад, ніж інші країни даної групи. Про певну дієвість інфляційного таргетування як режиму ГКП можна стверджувати лише у відношенні країн з високим доходом на одну особу. Здебільшого, це розвинуті держави, які, незважаючи на докризове застосування ліберальних механізмів ГКП і часто відмовившись від них під час кризи, використали в умовах загрози економічній стабільності більш результативні монетарні засоби протидії кризі – широке рефінансування комерційних банків та сприяння їх докапіталізації, емісійну підтримку центральним банком урядових видатків у контексті експансійної фіскальної та підтримуючої боргової політики (див. додаток В).

РОЗДІЛ 3 ПРОБЛЕМИ ПІДВИЩЕННЯ АДЕКВАТНОСТІ ОЦІНЮВАННЯ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ

3.1 Інфляція як форма прояву несприятливої макроекономічної динаміки

3.1.1 Аналіз трактувань чинників інфляції

Високі, неконтрольовані темпи інфляції є болісним явищем економіки будь-якої країни, гальмуючи розвиток інвестиційних процесів, зменшуючи мотиви до заощадження. Одним із фундаментів економічного зростання є помірний та передбачуваний рівень цін, у встановленні якого відіграє роль значна сукупність чинників, особливо в країнах з ринками, що формуються. Стабільний рівень цін зменшує невизначеність, за рахунок чого спрощує процес прийняття рішень, сприяє підтриманню цінової конкуренції вітчизняних підприємств на внутрішньому та зовнішньому ринках, зменшує коливання реальної процентної ставки, що стимулює розширення інвестиційного процесу та формування сталого економічного зростання країни.

У травні 2008 р. темп росту ІСЦ сягнув антирекордного показника – 131,1 % до відповідного місяця попереднього року. Для передбачення та максимально можливого згладжування аналогічних інфляційних сплесків в Україні необхідним є детальне дослідження рушіїв цінових флуктуацій та виявлення компонентів, до яких рівень цін є найбільш чутливим.

Ряд науковців найбільш значимими чинниками формування інфляційних коливань в Україні називають монетарні показники [176], валютний курс, дефіцит бюджету [177], ціни, що встановлюються адміністративно [178] та рівень заробітної плати.

Досить часто немонетарні фактори інфляції як вирішальні визначають фахівці НБУ. У 2007 р. А. Шаповалов, перший заступник Голови НБУ, зазначив, що локомотивом зростання цін є збільшення

внутрішнього попиту, спричинене активною соціальною політикою уряду [179]. До основних немонетарних факторів В. Литвицький, керівник групи радників Голови НБУ, додає неврожаї, цінові флуктуації на ринку нафтопродуктів, передвиборчі коливання інфляційних та девальваційних очікувань [180].

Ряд науковців на чолі з А. Даниленком вважають, що "зростання цін та дефіцит бюджету мають не лише прямий, але й непрямий зв'язок, оскільки високий рівень дефіциту провокує зростання відсоткових ставок" [119, с. 238]. Існує і погляд щодо нейтрального впливу дефіциту бюджету на сукупний попит та, як наслідок, ціни. За підходом Р. Барро та Д. Рікардо, споживачі розуміють, що зростання дефіциту в найближчій перспективі призведе до підвищення податків, тому вони не збільшують споживання, а заощаджують кошти для фінансування майбутніх витрат. Це не викликає суттєвих коливань сукупного попиту та росту цін [181, с. 87-92]. Заслуговує на увагу погляд А. Щербака, який вбачає причини інфляції в несприятливих умовах господарювання, бюрократизмі, монополізації економіки [182].

На думку О. Петрика та Ю. Половньова, прогнозування рівня цін в Україні ускладнюється нестабільністю його динаміки, значними інфляційними очікуваннями та впливом інших чинників,наприклад, імовірністю зовнішніх цінових шоків [183]. Дійсно, Україна як активний споживач імпортованих сировинно-енергетичних матеріалів наражається на ризик зовнішньої інфляції, привнесеної в економіку через підвищення цін на нафту, нафтопродукти, газ, сировину, що імпортуються з-за кордону [184, с. 42].

Як підтвердила практика, в Україні помітною є роль політичних чинників інфляції, зокрема, виборчого процесу, що відображається в низці теорій циклічності (У. Нордхауз, Е. Тафт, Д. Гібс). Як зазначив Дж. Сакс, прогнозування інфляції базується на уявленні про те, що збираються вчинити політики в майбутньому, а не на даних про динаміку інфляції в минулому [185, с. 509].

На нашу думку, вплив центрального банку на очікувану інфляцію – проблема більшою мірою соціально-психологічна, аніж економічна, вирішення якої лежить у площині створення тривалої монетарної стабільності в країні [186]. Цікавим також є дослідження того, як деякі випереджальні чинники фінансової нестабільності можуть передбачати інфляційні флуктуації в Україні. До таких факторів віднесено виділені Інститутом економіки і прогнозування НАН України індекс фондового ринку, сальдо поточного рахунку платіжного балансу, рахунку операцій з капіталом та фінансових

операцій, експорт, відсоткова ставка на міжбанківському ринку та чинники, визначені науковцями Інституту економічної політики ім. Є. Т. Гайдара як випереджальні, - силу тиску на валютний ринок та надлишкову пропозицію грошей в реальному вираженні [63].

3.1.2 Моделювання цінових флуктуацій в Україні

У процесі моделювання цінової динаміки економетричними методами проведено включення до сфери аналізу переліку можливих факторів інфляційних коливань та визначення найсуттєвіших із них. Систематизована множина чинників цінових флуктуацій наведена в табл. 3.1.

Таблиця 3.1 - Потенційні фактори інфляції та їх вимірювачі

Фактори	Вимірювачі факторів	Позначення
1	2	3
Монетарні фактори		
Регулювання ліквідності банків	• середньозважена ставка рефінансування	• Refin_r
Ступінь довіри до банківської системи	• темп росту М2-М1; • темп росту М0	• M2-M1 • M0
Стан фінансового ринку	• середньозважена ставка кредитування міжбанківського ринку; • ставка кредитування економічних суб'єктів; • темп росту кредитування; • ставка за депозитами; • готівковий курс грн./дол.; • темп росту М3-М2; • показник надлишковості грошової маси; • сила тиску на валютний ринок; • рівень доларизації економіки (як частка іноз. депозитів до загального обсягу депозитів); • індекс ПФТС	• Monm_r • Credit_r • Loans • Depos_r • Exch_r • M3-M2 • Ms-Md • Exch_pres • Dol_l • PFTS_i
Фіскальні фактори		
Стан оподаткування	• темп росту податків за виключенням субсидій на виробництво та імпорт;	• Taxes
Бюджетний дефіцит	• сальдо Зведеного бюджету України до ВВП	• BB
Стан платіжного балансу	• сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП; • сальдо рахунку операцій з капіталом	• CurA • CapA

Продовження таблиці 3.1

1	2	3
	• та фінансових операцій до ВВП; темп росту експорту	Export
Фактори економічної кон'юнктури		
Ціни на сільськогосподарську продукцію	• індекс цін реалізації сільськогосподарської продукції	• Agr_pr
Ціни на паливо	• індекс цін видобування паливно-енергетичних корисних копалин	• Fuel_pr
Ціни, що регулюються адміністративно	• індекс цін виробництва та розподілення електроенергії, газу та води	• GWE_pr
Ціни в металургії	• індекс цін металургійного виробництва та виробництва готових металевих виробів	• Metal_pr
Заробітна плата	• темп росту середньомісячної номінальної зарплати	• Nom_w
Рівень безробіття	• частка безробітних у чисельності економічно активного населення	• Unempl_l
Зовнішні фактори		
Ціни на стратегічну сировину	• середньосвітові ціни на російський газ; • середньосвітові ціни на сиру нафту	• Gaz_pr • Crude_pr
Інфляція в країнах-торгових партнерах	• ІСЦ в Російській Федерації; • ГІСЦ в Європейському Союзі	• CPIrus • HICP
Неекономічні фактори		
Інфляційна інерція	• ІСЦ попереднього періоду	• CPI_{t-1}
Інфляційні очікування	• індекс інфляційних очікувань [187]	• Exp_infl
Вибори	• вибори до вищих органів державної влади (змінна булевого типу)	• Voting

Усі вищенаведені ряди представлені в щоквартальній частоті за період з I кварталу2003 р. по III квартал 2010 р. Вихідні дані, представлені в абсолютних показниках, у дослідженні наводяться як темпи росту до попереднього кварталу.

Джерелами вхідних даних є сайти НБУ, Державного комітету статистики, Міжнародного валютного фонду, Міжнародного центру перспективних досліджень та Євростату.

Опрацювання вхідних даних включає наступні етапи:

- очищення рядів даних від сезонності методом Census II в програмі Statistica 6.0;

- перевірка на стаціонарність методом Дікі-Фуллера в програмі Eviews 7.1. Нестаціонарні дані приведено до стаціонарного вигляду методом перших різниць;

- вибір лагу факторних ознак – інтервалу випередження, за якого кореляція з ІСЦ поточного періоду є найбільшою;

- усунення явища мультиколінеарності.

Найсуттєвіші фактори виявлено шляхом проведення покрокової регресії у програмі Statistica. Таким чином, отримано наступну авторегресійну лагову модель:

$$CPI_t = -83{,}33 + 0{,}98*CPI_{t-1} + 0{,}67*Nom\_w_t + 0{,}14*Loans_{t-4} - 0{,}58*\, d(BB_{t-3}) + \\ + 1{,}01*\, d(Depos\_r_t) \quad (3.1)$$

Отримане рівняння регресії є адекватним, адже розраховане значення F-критерію (82,2) більше за табличне (4,32). Коефіцієнт детермінації складає 0,951, тобто 95,1 % динаміки ІСЦ пояснюється зміною факторних ознак, інше – 4,9 % - дія невключених у модель показників. Факторні ознаки є статистично значимими, адже їх розраховані значення за критерієм Стьюдента більші табличних (2,08).

Важливим є аналіз залишків моделі, вимоги до яких наступні: відсутність автокореляції, випадковий характер залишків та підпорядкування їх нормальному закону розподілу, середнє значення має дорівнювати нулю, наявність гомоскедастичності.

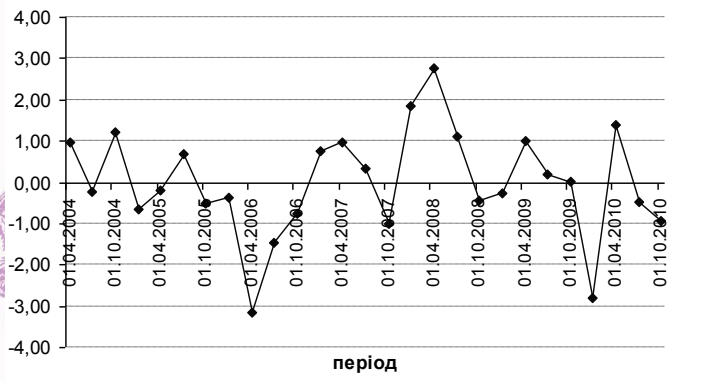

Рисунок 3.1 - Перевірка якості залишків побудованої моделі

Критерій Дарбіна-Уотсона складає 1,63, що свідчить про відсутність автокореляції залишків. Їх перевірка на належність до нормального закону розподілу представлена нижче (рис. 3.1).

Для множинної регресії побудова залежності залишків моделі від теоретичних значень ІСЦ, розрахованих на основі рівняння регресії, є найбільш прийнятним візуальним способом вивчення гетероскедастичності (рис. 3.2).

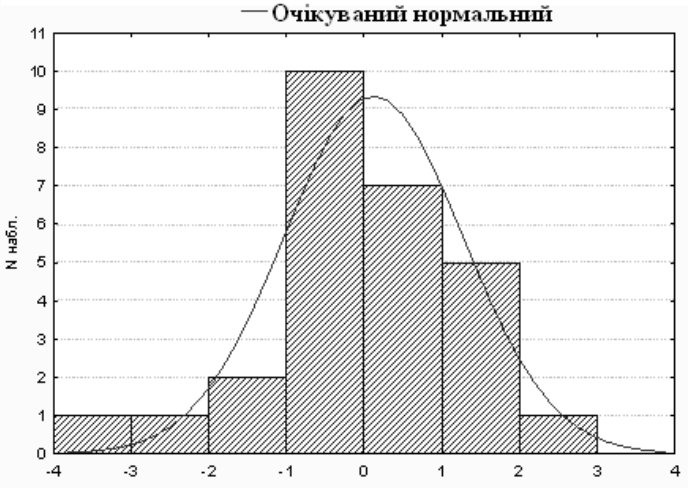

Рисунок 3.2 - Динаміка залишків моделі

У результаті графічного аналізу виявилося, що залишки побудованої моделі відповідають вищезазначеним вимогам, що свідчить про можливості її застосування для аналізу рушіїв інфляції в Україні.

Таким чином, на основі побудованого рівняння лінійної регресії можна констатувати, що при збільшенні на 1 в.п. темпу росту номінальної зарплати та ставки за депозитами в національній валюті ІСЦ збільшиться у поточному періоді на 0,67 та 1,01 в.п. відповідно. Збільшення сальдо Зведеного бюджету (зниження дефіциту або зростання профіциту бюджету) до ВВП на 1 в.п. викличе зниження рівня цін через три квартали на 0,58 в.п., а збільшення темпів кредитування підвищить рівень цін через чотири квартали на 0,14 в.п. Значний показник еластичності при ІСЦ з випередженням в один період – 0,98 – свідчить про явище інфляційної інерції в Україні. Це

призводить до слабкого реагування рівня цін на антиінфляційні заходи НБУ, які починають спрацьовувати лише в середньостроковій перспективі.

Висока інфляційна інерція може пояснюватися плануванням майбутнього підвищення цін на противагу негайній реакції на збільшення пропозиції грошової маси [188]. Остання, в свою чергу, може впливати на цінову динаміку опосередковано: через обмінний курс, заробітну плату або процентну ставку. Певне підтвердження цього виявлено в проведеному дослідженні.

На основі побудованої моделі видно, що ставка за депозитами в національній валюті є суттєвим чинником інфляційних флуктуацій. Це випливає із тісної взаємозалежності даних показників. Отриманий результат можна пояснити наступним чином: 2008–2009 роки характеризуються відносно аналізованого періоду (1.04.2003–01.10.2010), найбільшими темпами зростання ІСЦ, найвищими ставками за депозитами та встановленням з жовтня 2008 р. вперше спадної динаміки їх обсягів. Таким чином, масове вилучення заощаджень при найбільш високих процентних ставках, загострившись цінову нестабільність, сформувало описану в моделі залежність.

Доцільно зазначити, що зростання заробітної плати ще одного фактора інфляційних коливань здійснює подвійний тиск на рівень цін через інфляцію попиту та пропозиції, виражаючись у підвищенні цін виробників. Досить важливе значення в даній ситуації відіграє продуктивність праці, високі темпи якої сприяють нівелюванню впливу тиску підвищення зарплати на ціни. Відзначимо, що Державна служба статистики не наводить даних щодо продуктивності праці в Україні, а за результатами дослідження McKinsey Company вона складає лише 16 % від рівня даного показника в США [189]. Таким чином, актуальним питанням економічного розвитку є підвищення продуктивності праці, що особливо гостро постає при значній інфляції витрат в Україні.

У результаті проведеного аналізу виявлено обернений зв’язок між ІСЦ та абсолютним ланцюговим приростом сальдо Зведеного бюджету України до ВВП. Даний факт засвідчує те, що незбалансоване зростання бюджетних видатків провокує підвищення цін. Інфляційний вплив дефіциту бюджету найбільше спостерігається у країнах, що розвиваються, тоді як у розвинених країнах він є мінімальним або відсутнім [190]. Як зазначає В. Стельмах, "дефіцит бюджету завжди був і залишається одним з основних факторів, що впливає на рівень інфляції у країні" [27, с. 186].

Проведене дослідження виявило, що зростання темпів кредитування є найбільш слабким, порівняно з іншими факторами моделі, чинником підігрівання інфляції. Такий результат мав би свідчити про значну частку інвестиційних кредитів, що призводять до незначних, порівняно зі споживчими кредитами, інфляційних сплесків. Проте, за даними НБУ, в 2006-2010 рр. частка кредитів підприємствам на придбання, будівництво, реконструкцію нерухомості та інших кредитів в інвестиційну діяльність у загальному обсязі кредитування становила близько 12 %. А за даними Державної служби статистики України, станом на 01.10.2010, близько 13,7 % фінансування інвестицій в основний капітал підприємств здійснювалось за рахунок кредитів банків (рис. 3.3).

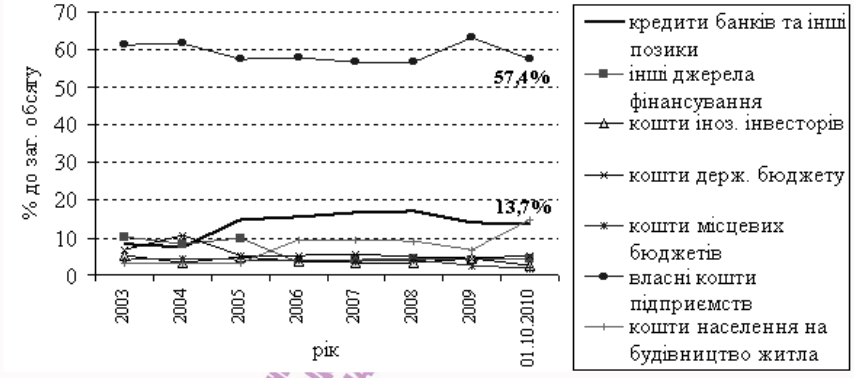

Рисунок 3.3 - Розподіл джерел залучення інвестицій в Україні за 2002-2009 роки

Отримана залежність у рівнянні регресії (див. формулу 3.1) пояснюється усередненням ситуації усього аналізованого періоду (2003–2010 рр.), за рахунок чого було згладжено в 2006-2007 рр. випадки сильного тиску на ціни обсягів кредитування, особливо споживчого, негативними наслідками якого стали іще й збільшення зовнішніх запозичень банківського сектора та перегрів ринку нерухомості.

Для розширення інвестиційного процесу та, як наслідок, зростання економіки із незначним приростом цін НБУ необхідно сприяти зниженню надмірних відсоткових ставок, спрощенню процедур

оформлення документів при кредитуванні та регулювати завищені вимоги банків до вартості застави. Дані фактори у 2006-2010 роках названі підприємцями ключовими перешкодами на шляху до отримання кредитів [191].

3.1.3 Прогнозування інфляційної динаміки в Україні

Важливим питанням при застосуванні моделі є оцінка її прогнозних можливостей, що вимагає перевірки моделі на структурну стійкість.

Відомо, що окрім циклічних та сезонних коливань в економіці можуть відбуватися структурні зміни, які носять нециклічний характер і викликані певними глобальними причинами (зміна економічного курсу, нафтові кризи, війни та ін.). В Україні таким суттєвим чинником є вплив світової фінансово-економічної кризи на економіку нашої держави.

Для перевірки структурної стійкості моделі будуються шматково-лінійні рівняння регресії на основі періоду до глобальної світової кризи, що розгорнулася в Україні у жовтні 2008 р. та після нього. Для проведення аналізу використовується формальний статистичний тест Грегорі Чоу. Результати тесту представлені на рис. 3.4.

Chow Breakpoint Test: 19
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints
Varying regressors: All equation variables
Equation Sample: 1 27

F-statistic	3.026541	Prob. F(6,15)	0.0382
Log likelihood ratio	21.41833	Prob. Chi-Square(6)	0.0015
Wald Statistic	18.15924	Prob. Chi-Square(6)	0.0058

Рисунок 3.4 - Результати тесту Чоу на структурну стійкість часових рядів

Якщо табличне значення критерію Фішера більше за розраховане (F-statistic), то досліджувані ряди доцільно вважати структурно стабільними. У нашому випадку $F_{табл}(6;15)=2,79$, тобто існує незначне переважання над розрахованим значенням критерію Фішера, що свідчить про відносну стабільність динаміки аналізованих показників

та про значний вплив світової фінансово-економічної кризи. Таким чином, вважаємо, що побудовану модель регресії, складену на основі даних за 01.04.2003-01.10.2010 можна використовувати для прогнозування рівня цін в Україні, проте переважно на коротко та середньостроковий періоди.

Оцінку прогнозних властивостей моделі здійснено також методом CUSUM. За даним методом розраховується кумулятивна сума попередніх значень залишків моделі та межі довірчого інтервалу у 5 %, вихід за який означає нестабільність коефіцієнтів рівняння регресії. На рис. 3.5 показано розраховане значення кумулятивної суми залишків, яка, відповідно до CUSUM-методу, скорегована на середньоквадратичне відхилення.

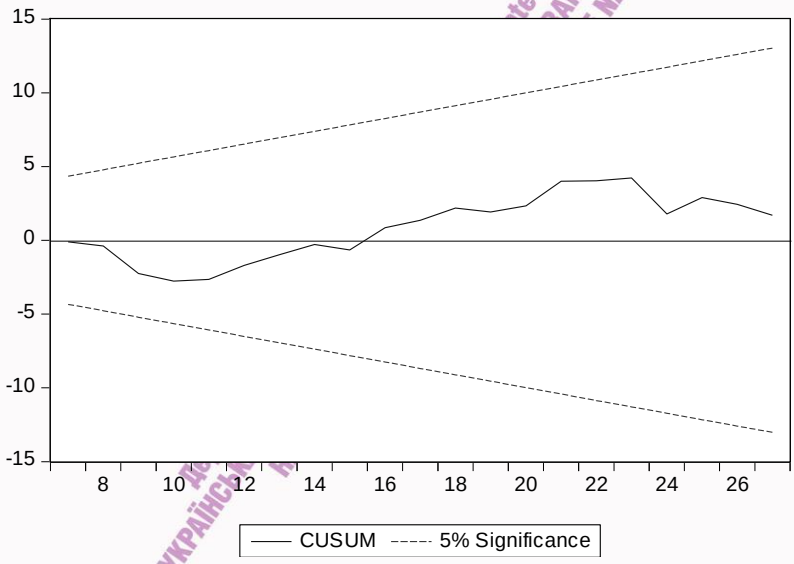

Рисунок 3.5 - Результати застосування CUSUM-методу

Для визначення рівня інфляції на деякий період вперед, варто здійснити прогноз значення факторних ознак, який проведено на основі експоненційного згладжування рядів. Вибір типу моделі для згладжування і прогнозування рядів здійснено на основі пошуку найменшого середньоквадратичного відхилення залишків моделей

різних типів. Таким чином, обрано наступні типи моделей для кожного з факторів:

- BB_{t-3},$Loans_{t-4}$,– адитивна без тренду та з трендом відповідно;
- CPI_{t-1}, $Depos\_r_t$, Nom_w_t, – адитивна з затухаючим трендом.

На рис. 3.6 показано спрогнозовану динаміку факторів до 01.01.2013 на основі методу експоненціального згладжування.

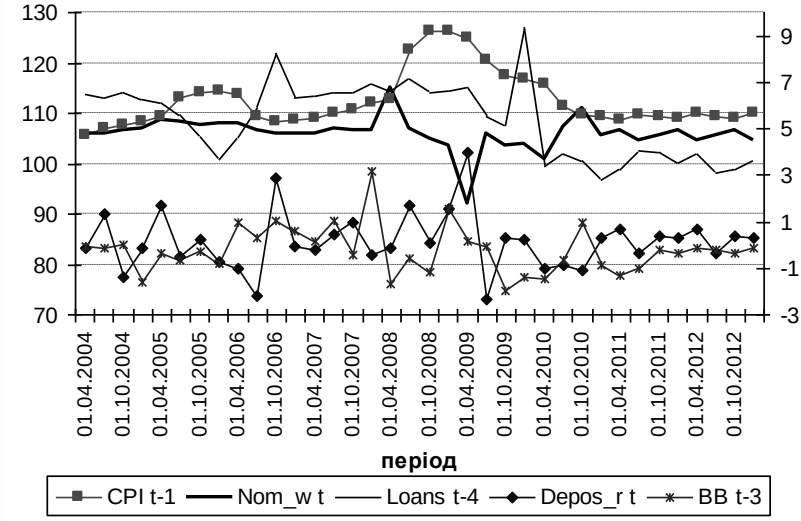

Рисунок 3.6 - Спрогнозовані значення факторних ознак до 01.01.2013

На наступному рисунку наведено фактичні та прогнозні значення ІСЦ, розраховані на основі побудованого рівняння регресії (рис. 3.7).

Відповідно до розробленої моделі (див. формулу 3.1) на даних 2004-2010 рр., за інших незмінних умов інфляцію на 01.01.2012 визначено на рівні 108,2 %. Даний прогноз є подібним до розрахунків Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, відповідно до яких рівень ІСЦ на 01.01.2012 визначено на рівні 108,9 % [192]. Фактично ж, за даними Держкомстату України, за підсумками 2011 р. ІСЦ склав 108,0 % (на кінець періоду до аналогічного періоду попереднього року). Прогноз за моделлю на 01.01.2013 визначив ІСЦ

на рівні 107,7 %, що є наближеним до прогнозу Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, який складає 107,9 % [193]. Таким чином, можемо говорити про суттєвість обраних для моделювання факторів та про адекватність розробленої моделі загалом.

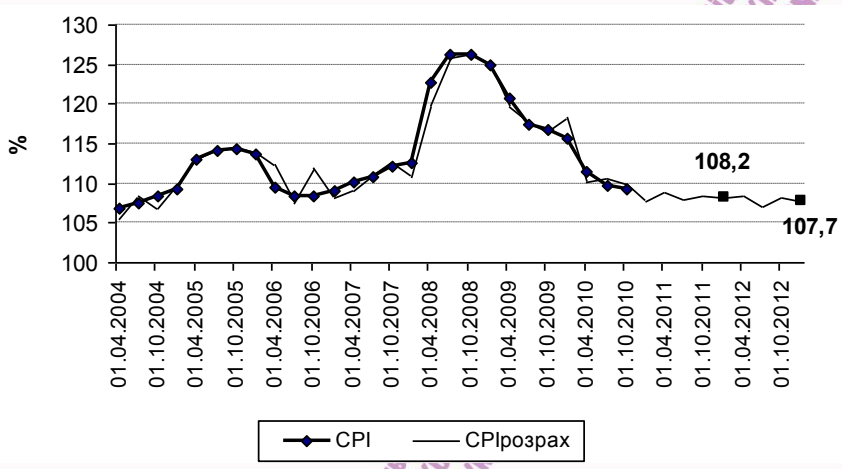

Рисунок 3.7 - Фактичні та спрогнозовані до 01.01.2013 значення ІСЦ

Зрозуміло, що в умовах зростання цін енергоресурсів та високої матеріаломісткості виробництва ключовим антиінфляційним заходом має бути не обмеження споживчого попиту, а сприяння підвищенню продуктивності праці через створення позитивного інвестиційного клімату (зниження корупції, кількості органів, що контролюють бізнес, спрощення процедури реєстрації підприємств, адекватної системи оподаткування) та формування конкурентного середовища – локомотиву зростання ефективності виробництва.

Побудована модель дає змогу провести коротко- та середньострокове прогнозування, за результатами якого виявлено, що за інших незмінних умов у найближчій перспективі очікується відносно стабільна цінова динаміка в Україні.

3.2 Інтегральний показник оцінки ефективності дії грошово-кредитного механізму

3.2.1 Підхід до оцінки рівня цінової стабільності

Відсутність чіткої методики оцінки ефективності монетарної політики спонукає до активізації досліджень у даній сфері. Попередньо було виділено показники результативності монетарної політики, що характеризують сталість національної грошової одиниці – стабільність цін та валютного курсу. Нижче наведено пропозиції щодо розрахунку їх кількісного значення.

Стабільність цін ($Stab_{price}$) запропоновано визначати як обернену величину їх волатильності, розраховану на основі семіквадратичних відхилень ланцюгових щомісячних приростів ІСЦ від середнього значення в межах аналізованого періоду (року) з урахуванням рівня інфляції за підсумками року (X^*):

$$Stab_{price} = \left(X^* \times \frac{\sigma_{up}}{\sigma_{down}} \right)^{-1}, \quad (3.2)$$

де σ_{down}, σ_{up} – відповідно семіквадратичні відхилення значень ряду, що нижчі та вищі від середнього.

Формули для розрахунку семіквадратичних відхилень є наступними:

$$\sigma_{down} = \sqrt{\frac{1}{n_{down}} \times \sum_{t=1}^{n} (x^{down}{}_t - \overline{X})^2}, \quad (3.3)$$

$$\sigma_{up} = \sqrt{\frac{1}{n_{up}} \times \sum_{t=1}^{n} (x^{up}{}_t - \overline{X})^2}, \quad (3.4)$$

де $x^{down}{}_t$, $x^{up}{}_t$ – це поточні значення ряду ІСЦ, що, відповідно, нижчі та вищі від середнього рівня ряду ($\overline{X}$) за аналізований період (наприклад, рік).

Державний навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

Для розрахунків беруться значення щомісячного ланцюгового темпу росту ІСЦ в межах аналізованого періоду. Описуючи принципи підходу, вважаємо, що волатильність рівня цін (σ_{down}), що нижче середнього значення аналізованого періоду, є більш стримуючим показником при аналізі загального рівня цінової нестабільності, ніж коливання інфляції вище середнього рівня ряду (σ_{up}), тому вищенаведені показники включено відповідно у знаменник і чисельник виразу формули 3.2.

Крім того, при оцінці стабільності цін важливим є врахування підсумкового рівня інфляції (в межах року за грудень до грудня попереднього року), зростання значення якого, безперечно, посилює цінову нестабільність в країні та погіршує умови для розвитку економіки. Графічно щорічну оцінку цінової стабільності (розрахованої на даних зі щомісячним інтервалом) представлено на рис. 3.8.

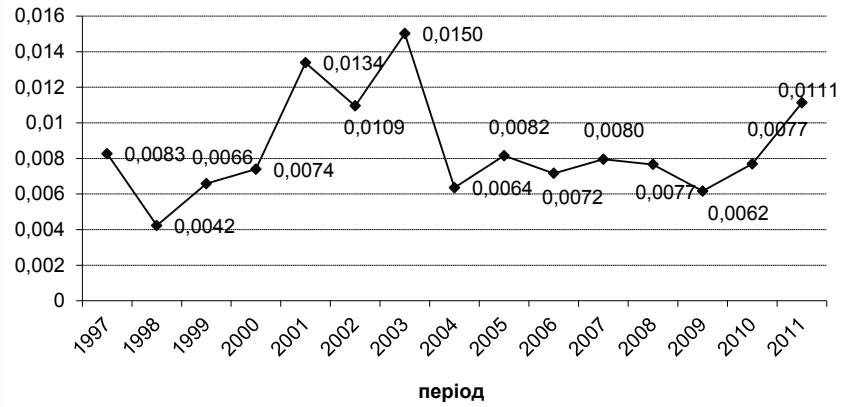

Рисунок 3.8 - Рівень цінової стабільності у 1997–2011 роках

На основі показника оцінки цінової стабільності виявлено, що у 2011 р. її рівень був найвищим за період з 2004 р. в Україні, що виступає позитивною характеристикою монетарної політики у 2011 році.

3.2.2 Пропозиції щодо аналізу курсової стабільності

Зважаючи на неоднозначність напряму оптимізації валютного курсу при оцінці його стабільності, доцільним є аналіз безпосередньо волатильності даного показника без урахування рівня, навколо якого відбуваються коливання.

При цьому важливим питанням є аналіз волатильності як міжбанківського, так і готівкового курсу національної валюти, зважаючи на те, що останній акумулює в собі шоки міжбанківського валютного ринку, вплив офіційного курсу та залежить від кон'юнктури на готівковому валютному ринку, панічні настрої на якому суттєво загострили рівень зовнішньої нестабільності гривні в 2008 році. Коливання міжбанківського та готівкового курсів гривні до долара США, визначені через їх середньоквадратичні відхилення, доцільно скорегувати на ваги, які визначено як питому вагу кожного із досліджуваних сегментів у валютному ринку загалом. Графічне представлення питомої ваги обсягу операцій на міжбанківському та готівковому ринках в їх загальній сукупності наведено нижче (рис. 3.9).

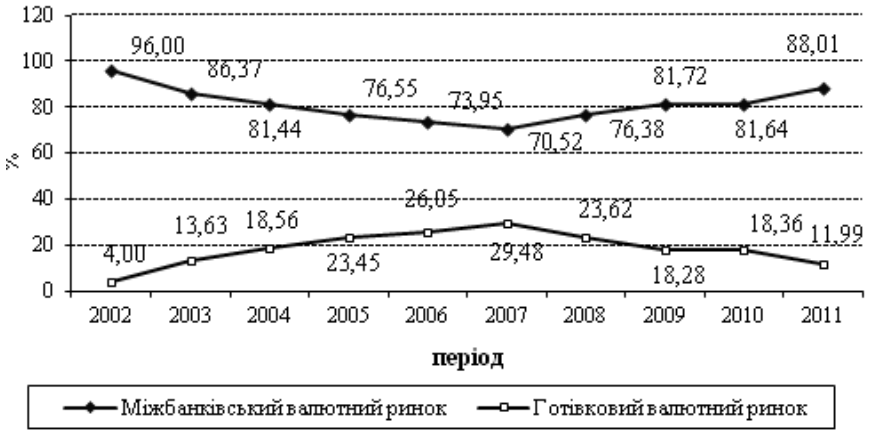

Рисунок 3.9 - Питома вага операцій на міжбанківському та готівковому ринках в обсязі операцій на валютному ринку загалом у 2002-2011 рр.

Розрахунки доповнено різницею між зваженими на фактор часу темпами росту готівкового та міжбанківського валютних курсів з

визначенням спреду між ними одним із вимірників нестабільності валютного ринку.

Нижче наведено математичне представлення підходу до оцінки зовнішньої стабільності національної валюти ($Stab_{ex\_rate}$):

$$Stab_{ex\_rate} = \left(\left(v1 * \sigma_{\text{inter}bank} + v2 * \sigma_{currency}\right) * \left|CurR - IntR\right|\right)^{-1}, \quad (3.5)$$

де $\sigma_{\text{inter}bank}$, $\sigma_{currency}$ – відповідно середньоквадратичне відхилення динаміки ряду міжбанківського та готівкового курсів від їх середнього рівня;

$v1$, $v2$ – частка міжбанківського та готівкового валютних ринків у загальному обсязі ринку;

$CurR$, $IntR$ – середньозважені на фактор часу темпи росту відповідно готівкового та міжбанківського курсів гривні до долара США.

Графічно щорічну оцінку курсової стабільності гривні до долара США (на основі даних з щомісячним інтервалом) представлено на рис. 3.10.

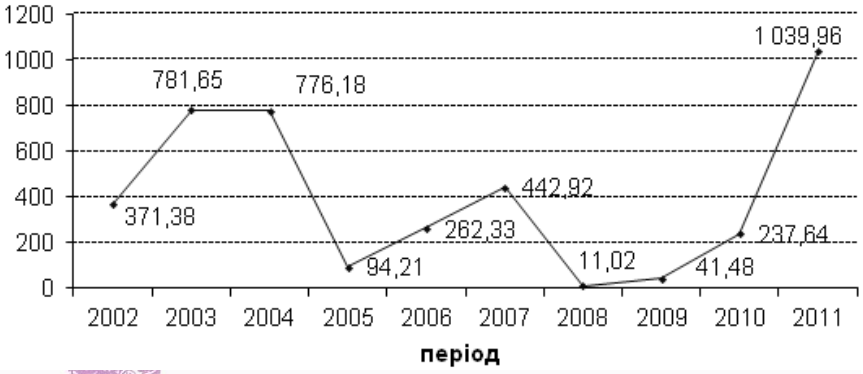

Рисунок 3.10 - Рівень курсової стабільності у 2002–2011 роках

State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Результати розрахунків за вищенаведеним підходом до оцінки курсової стабільності засвідчують у 2011 р. її найвищий рівень за період з 2002 р., що позитивно характеризує результативність застосовуваної монетарної політики в Україні.

3.2.3 Стабільність грошової одиниці як результат цінової та курсової стабільності

Послідовно реалізуючи підхід до трактування стабільності національних грошей як консолідованого показника, що базується на оцінці стабільності своїх складових – макроекономічного рівня цін та валютного курсу, продовжимо кількісний аналіз. Для можливості адекватного порівняння результатів розрахунків, зроблених у попередньому підрозділі, їх було нормалізовано, використовуючи наступну формулу:

$$\tilde{X} = \frac{X_i - X_{\min}}{X_{\max} - X_{\min}}, \tag{3.6}$$

де $\tilde{X}$ - нормалізоване значення ряду;

X_i - поточне значення ряду;

$X_{\min}$, $X_{\max}$ - відповідно мінімальне та максимальне значення ряду.

На рис. 3.11 наведено нормалізовані значення показників стабільності ІСЦ та валютного курсу гривні до долара США, де "1" - це найвищий рівень стабільності.

На наведеному рисунку бачимо, що найбільш нестабільними ряди були у період світової кризи 2008-2009 рр.: валютний курс гривні до дол. США – у 2008 р., а ряд ІСЦ – у 2009 р.

Враховуючи актуальність оцінки ефективності дії грошово-кредитного механізму на економічну динаміку, запропоновано досліджувати її рівень на основі показників цінової та курсової стабільності, як вимірників результативності монетарної політики. Для побудови інтегрального їх на певні вагові коефіцієнти.

Зважаючи на аналіз ефективності дії ГКМ на економічну динаміку, при визначенні вагових коефіцієнтів у моделі враховуємо кореляцію вищенаведених показників із темпом росту реального ВВП країни.

Визначено, що коефіцієнт кореляції показника стабільності цін та ВВП за період з 1997 по 2010 рр. складає 0,45, а показника стабільності валютного курсу з ВВП за період з 2002 по 2010 рр. – 0,70. Отже, найбільш подібним до динаміки темпу росту реального ВВП є рівень стабільності валютного курсу. Дійсно, експортоорієнтована та імпортозалежна економіка України є дуже чутливою до волатильності валютного курсу, що обумовлювало тривалий час дотримання Національним банком України монетарного режиму, пов'язаного з активним регулюванням валютного курсу.

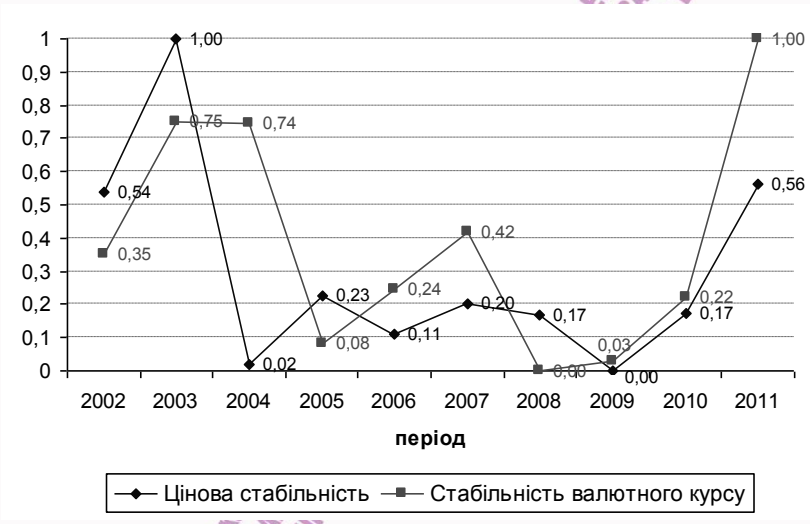

Рисунок 3.11 - Динаміка нормалізованих показників рівня внутрішньої та зовнішньої стабільності гривні за 2002 – 2011 рр.

Для співвідношення значимості показників один відносно одного визначаємо частку від суми коефіцієнтів кореляції динаміки ВВП з показниками стабільності цін та валютного курсу.

У той же час вважаємо, що слід врахувати пріоритетність цілей НБУ, зазначених в Законі України "Про Національний банк України", яку кількісно визначимо за формулою Фішберна, яка застосовується для розрахунку вагових коефіцієнтів (a_i) при відомому лише порядку значимості показників і має наступний вигляд:

$$a_i = \frac{2 \times (n - i + 1)}{n \times (n + 1)}, \quad (3.7)$$

де n - кількість показників;

i - значимість показника, де i=1 для найбільш пріоритетного показника.

На основі законодавчо визначеної пріоритетності цілей НБУ отримано наступне числове вираження їх значимості: для цінової стабільності – 0,61, для забезпечення стабільності валютного курсу – 0,39.

У підсумку вагові коефіцієнти визначаємо як середні значення між визначеними законодавчо (і оціненими за формулою Фішберна) вагами та знайденими розрахунково на основі кореляції показників результативності ГКП із виразником економічної динаміки.

Таким чином, формула для розрахунку інтегрального показника оцінки ефективності дії грошово-кредитного механізму (E) на економічну динаміку має наступний вигляд:

$$E = 0{,}53 \times Stab_{price} + 0{,}47 \times Stab_{ex\_rate}, \quad (3.8)$$

де $Stab_{price}$ - нормалізовані значення показника стабільності рівня цін;

$Stab_{ex\_rate}$ - нормалізовані значення показника стабільності валютного курсу.

Незначні розбіжності у вагових коефіцієнтах свідчать про високу значимість один відносно одного вищенаведених показників та їх взаємопов'язаність у досягненні помірного економічного зростання країни.

Таким чином, у розроблену модель пропонуємо включати при оцінці ефективності монетарної політики показник цінової стабільності з найвищими вагами, враховуючи пріоритетність досягнення низьких темпів інфляції центральними банками багатьох розвинених країн і те, що динаміка цін є виразником стану економіки, фази ділового циклу,

Державний вищий навчальний заклад "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"
State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

акумулюючи в собі рівень довіри до національної валюти та фінансового сектора країни. До того ж теоретично та на реальному досвіді підтверджено, що лише за умов стабільно низького темпу інфляції країна може досягти висхідної економічної динаміки [140], [141]. Важливість даного показника пов'язана іще з тим, що цінова нестабільність в Україні нерідко сприймається як фактор майбутньої девальвації національної валюти.

Іншим за значимістю показником, відповідно до моделі, виступає стабільність валютного курсу, що є особливо актуальним питанням для України, зважаючи на високий рівень доларизації економіки нашої держави. Поряд із рівнем цін волатильність валютного курсу гривні є вимірником якості комунікаційної політики НБУ, заходів валютного регулювання та забезпеченої ЦБ довіри до національної валюти.

Розраховані значення інтегрального показника ефективності монетарної політики, що має межі від 0 до 1, представлено на рис. 3.12.

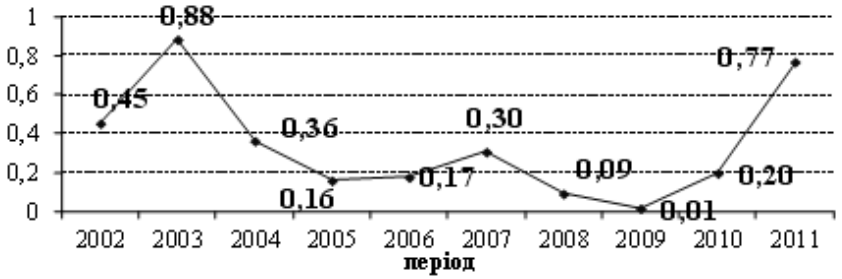

Рисунок 3.12 - Динаміка рівня ефективності дії грошово-кредитного механізму в 2002-2011 рр.

Проведений аналіз ефективності дії грошово-кредитного механізму на економічну динаміку виявив, що її найнижчий рівень спостерігався в 2009 році – періоді загострення світової фінансово-економічної кризи в Україні, що суттєво вплинуло на зовнішню та внутрішню стабільність національної валюти, посилило слабкі сторони функціонування банківської системи: недоліки кредитної політики (низькі вимоги банків до позичальників, неврахування ризиків відсутності у них джерел притоку іноземної валюти), надмірний рівень зовнішніх запозичень, відсутність стійкого позитивного іміджу банківської

системи, що був зруйнований за лічені дні у жовтні 2008 р., внаслідок рейдерської атаки на Промінвестбанк. Утім підвищення ефективності грошово-кредитної політики в 2010, 2011 роках дає підстави сподіватися на подальшу тенденцію до покращення ситуації в даній сфері та врахування комерційними банками та НБУ уроків світової фінансово-економічної кризи.

3.3 Інституційне сприяння підвищенню ефективності дії грошово-кредитного механізму

3.3.1 SWOT-аналіз діяльності НБУ як основного суб'єкта грошово-кредитного механізму

Для узагальнення викладених в попередніх розділах особливостей функціонування грошово-кредитного механізму в Україні проведемо SWOT-аналіз діяльності НБУ. Даний підхід дозволить систематизувати переваги та недоліки у сфері грошово-кредитного регулювання, що дасть змогу виявити найбільш суттєві проблеми і визначити основні напрями подальшого розвитку та вдосконалення політики НБУ. Нижче наведено класифікацію слабких та сильних сторін діяльності основного суб'єкта ГКМ - Національного банку України (внутрішні характеристики, які підконтрольні даній структурі). До сильних сторін діяльності НБУ віднесено наступні :

- НБУ розробляє та реалізує ГКП, здійснює банківське регулювання та нагляд.
- Певний рівень транспарентності (Публікація Основних засад ГКП, доступність інформації про стан фінансового сектора, наукових досліджень ("Вісник НБУ", матеріалів Центру наукових досліджень НБУ).
- Серед інших регуляторів фінансового ринку в Україні НБУ є економічно незалежним органом.
- Професіоналізм, бездоганна ділова репутація керівництва НБУ.

Слабкі сторони центрального банку України виражені в наступному:

- Відсутність комунікаційної стратегії.
- Затримання оприлюднення важливої інформації (в т.ч. Основних засад ГКП), нерегулярність проведення комунікацій.
- Низька передбачуваність заходів НБУ (використання адміністративних інструментів (постанови НБУ щодо валютного регулювання в період світової кризи); стабілізаційні кредити, принцип формування ставок по яким тричі суттєво змінювався (постанови Правління НБУ від 21.07.2009 № 415; від 27.08.2009 № 511; від 04.02.2010 № 47)).

Таблиця 3.2 - Матриця SWOT-аналізу реалізації монетарного регулювання НБУ

	Можливості	**Загрози**
	•підвищити рівень довіри до політики НБУ; •участь НБУ в засіданнях КМУ, отримання інформації на запити до виконавчої влади; •застосування засобів монетарної політики відповідно до Основних засад ГКП; •право законодавчої ініціативи	• політичний тиск; • зниження довіри до політики НБУ; • зниження управлінської позиції НБУ; • неузгодженість заходів НБУ та КМУ
Сильні сторони	**Як скористатися можливостями, застосовуючи при цьому сильні сторони діяльності НБУ?** •здійснювати своєчасну публікацію звітності НБУ; •розробити основні транспарентні документи (щодо стратегії ГКП та комунікаційної політики НБУ); •ініціювати зміни до законодавства України щодо вдосконалення монетарного регулювання	**За рахунок яких сильних сторін можна нейтралізувати існуючі загрози?** • здійснення своєчасної публікації Основних засад ГКП для зменшення невизначеності, підвищення довіри до НБУ; • обмежити рівень іноземного капіталу в банківській системі для підвищення управлінської позиції НБУ
Слабкі сторони	**Які слабкі сторони можуть завадити скористатися можливостями?** •нерегулярність комунікацій, затримка, неповнота представлення Основних засад ГКП провокує невизначеність, ризики зменшення довіри до НБУ, що закладається в ринкових процентних ставках; •використання адміністративних методів монетарного регулювання призводить до зменшення передбачуваності політики НБУ, збурень очікувань	**Яких загроз, посилених слабкими сторонами, треба найбільше остерігатися?** • здійснення "квазіфіскальних" операцій НБУ стає на заваді забезпеченню стабільності гривні; • низька передбачуваність ГКП викликає некеровані песимістичні очікування в суспільстві; • невизначеність відповідальності НБУ за ступінь виконання монетарних завдань призводить до зниження ефективності функціонування грошово-кредитного механізму

State Higher Educational Institution UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE
Державний вищий навчальний заклад УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Надзвичайно важливим є також дослідження оточуючих можливостей та загроз, що постають перед Національним банком України (додаток Е).

У таблиці. 3.2 наведено зіставлення найважливіших сильних і слабких сторін НБУ з найбільш суттєвими можливостями та загрозами середовища функціонування Національного банку України.

Таким чином, виявлено необхідність проведення ряду заходів щодо підвищення незалежності, транспарентності НБУ; удосконалення комунікаційної політики, в тому числі з органами державної влади, а також правової бази у сфері монетарного регулювання, засобів грошово-кредитної політики, посилення відповідальності НБУ.

3.3.2 Розробка комунікаційної стратегії для підвищення якості комунікаційної політики центрального банку

Ряд зарубіжних науковців, зокрема Х. Бергер, зазначають, що ГКП виступає як мистецтво управління очікуваннями, саме тому комунікації перетворилися останніми роками на один із ключових інструментів в арсеналі центральних банків [120, с. 3]. До того ж економетричні дослідження НБУ засвідчили, що канал очікувань здійснює потужний вплив на ефективність діяльності усього монетарного трансмісійного механізму, спрацьовуючи як мультиплікатор дестабілізації валютного курсу, зменшення обсягу "керованих" грошей, що посилює негативний вплив кризи на макроекономічні показники, гальмує процес подолання нестабільності [85, с. 52].

Наразі НБУ використовує низку комунікаційних інструментів, проте в їх застосуванні бракує системності. Тому важливим питанням є розробка комунікаційної стратегії НБУ, яку визначаємо як загальний підхід до реалізації комунікаційної політики з чітко визначеними цілями, переліком комунікаційних інструментів, їх розподілом відносно взаємодії з різними цільовими аудиторіями, частотою проведення комунікацій, що мають стати обов'язковими для виконання представниками НБУ.

У табл. 3.3 представлено систематизацію переліку загальних та спеціальних (відносно цільових аудиторій) комунікаційних інструментів НБУ.

Досить суттєвим є врахування зворотного зв'язку у процесі прийняття та реалізації монетарних рішень, основними інструментами збору інформації про ефективність яких є семінари, конференції, опитування, обговорення та неформальні зустрічі представників НБУ з цільовими аудиторіями. Такі комунікації дають змогу:

- визначити нагальні проблеми фінансового сектора;
- врахувавши думку громадськості, виявити недоліки ГКП та виправити їх;

- аналізувати очікування громадськості та здійснювати їх моделювання для зменшення невизначеності у процесі прийняття НБУ подальших рішень.

Таблиця 3.3 - Базисні аспекти комунікацій НБУ

Інструменти комунікацій		Цільові аудиторії
загальні	спеціальні	
• інтерв'ю; • брифінги; • прес-релізи; • прес-конференції; • інформаційні дні; • публікація Основних засад ГКП; • публікація аналітичних та інформаційних матеріалів (огляди фінансового сектора, "Бюлетень НБУ" та ін.); • наукові дослідження ("Вісник НБУ", матеріали Центру наукових досліджень НБУ); • звіти про діяльність НБУ ("Річний звіт")	• нормативні документи; • дискусії за круглим столом • персональні комунікації; • економічні коментарі; • дискусійні статті	Фінансовий сектор
	• меморандуми; • законодавчі ініціативи; • звітування перед ВРУ, Президентом України	Органи державної влади
	• меморандуми	Міжнародні організації
	• семінари; • обговорення; • конференції; • неформальні зустрічі, консультації • персональні комунікації; • дискусійні статті	Науковці, фінансові аналітики
	• неформальні зустрічі, консультації; • економічні коментарі	Журналісти
	• дні відкритих дверей; • виставки; • опитування	Економічні суб'єкти (підприємства, домогосподарства)
	• спільні дослідження, • обговорення; • конференції	Науково-дослідні інститути

У комунікаційній політиці НБУ мають бути чітко визначені принципи її проведення, до яких належать наступні:

- достовірність: інформація має ґрунтуватися на об'єктивних даних, що відповідають дійсності;

- регулярність – визначена частота здійснення комунікацій;

- транспарентність - надання інформації широкій громадськості та ринкам про мотиви прийняття рішень, результати регулювання та подальші плани зрозуміло, оперативно та повною мірою. Відповідно до принципу повноти, дуже важливим є розкриття інформації про мотиви керівництва ЦБ щодо прийняття монетарних рішень. Це можна реалізовувати при проведенні прес-конференцій за результатами засідань Ради та Правління НБУ.

У комунікаційній політиці мають бути також визначені правила застосування кожного з інформаційних інструментів. Наприклад, прес-конференції мають проводитися не довше години, протоколи засідань Правління НБУ повинні бути опублікованими на сайті ЦБ не пізніше, ніж через два тижні. В останніх має бути зазначено інформацію про представлені аргументи та результати голосування кожного з членів Правління.

Важливим моментом комунікаційного процесу НБУ є увага до внутрішніх комунікацій, складові елементи яких на рис. 3.13.

Рисунок 3.13 - Структура внутрішнього комунікаційного процесу

Щодо періодичності комунікацій НБУ відзначимо наступне: статтею 11 Закону "Про Національний банк України" встановлено, що засідання Ради Національного банку проводяться не рідше одного разу на квартал [19] з відповідним висвітленням цієї події у ЗМІ. Видається доречним з погляду покращення комунікацій обов'язкова прес-конференція після проведення засідань керівних органів НБУ, адже громадськість має чітко усвідомлювати, який курс грошово-кредитної політики обрано НБУ. Це є одним із ключових питань комунікацій, оскільки воно суттєво формує очікування економічних суб'єктів.

Наразі, зважаючи на відсутність, починаючи з 2010 р., офіційно затверджених Основних засад ГКП, її напрям визначаємо аналітично, на основі дослідження параметрів монетарних інструментів. Науковці пропонують декілька підходів до визначення напряму ГКП:

- різниця між середньозваженою ставкою рефінансування та ІСЦ. За даним критерієм ГКП в Україні у 2011 р. мала стримуючий характер;

- різниця між оборотами рефінансування та мобілізації (у 2011 р. в жовтні-грудні ГКП проявляла експансійний характер);

- співвідношення темпів збільшення короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку, на які ЦБ має суттєвий вплив, відносно довгострокових відсоткових ставок. За даним критерієм ГКП у 2011 р. в Україні мала невизначений характер.

Таким чином, неоднозначність трактування напряму монетарної політики є провокатором невизначеності, нестабільних очікувань.

Підвищенню передбачуваності сприятиме переймання досвіду від ЄЦБ про публікацію на офіційному сайті анонсу запланованих подій щодо майбутніх засідань керівних органів НБУ, їх прес-конференцій.

Позитивним моментом у сфері комунікацій є те, що в законодавстві України встановлено, що"за результатами розгляду стану виконання Основних засад грошово-кредитної політики проводиться прес-конференція" [194], проте не зазначено строки її проведення. Безперечно, варто визначити і законодавчо закріпити строки звітування Голови НБУ та оцінку Ради НБУ щодо діяльності Правління НБУ в сфері виконання Основних засад ГКП.

До того ж відповідно до Закону "Про Національний банк України" Правління НБУ щомісячно інформує громадськість стосовно процентних ставок, здійснюваної політики рефінансування та валютного регулювання. Вважаємо, що найбільш доцільним способом інформування має бути проведення брифінгів Головою або заступниками Голови

НБУ, на яких також мають зазначатися проміжні результати виконання Основних засад ГКП, озвучуватися найбільш суттєві ризики, джерела їх появи та кроки НБУ для врегулювання ситуації. Це дасть змогу відчути постійну підтримку НБУ, контрольованість ситуації та можливість оперативної реакції НБУ на ймовірні шоки.

Для ознайомлення зацікавленої частини суспільства з інформацією "з перших вуст" НБУ необхідною є обов'язкова публікація проведених заходів на офіційному веб-сайті НБУ, як це запроваджено в Європейському центральному банку.

Суттєвим питанням залишається врахування ролі посередників комунікацій НБУ. Безперечно, інформаційні повідомлення НБУ можуть надходити до суспільства "в чистому вигляді" (через офіційний веб-сайт; прямі трансляції виступів представників НБУ по радіо, телебаченню; офіційні друковані видання НБУ) або у вигляді коментарів політиків, журналістів, фінансових аналітиків та науковців, які можуть вносити деякий рівень суб'єктивності, однобічної інтерпретації при аналізі дій НБУ. У таких умовах НБУ необхідно, завчасно передбачивши, розробити механізми реакції на як об'єктивну, так і упереджену критику монетарної політики з боку цільових аудиторій, на поширення неправдивої інформації.

Доцільно, щоб на офіційному сайті НБУ, як це запроваджено в розвинених країнах і в Російській Федерації, розміщувалась інформація щодо біографії, наукової та громадської діяльності членів керівного складу НБУ. Це слугуватиме переконливим доказом професіоналізму, бездоганної ділової репутації керівництва НБУ, що сприятиме посиленню довіри до нього з боку суспільства.

Вважаємо, що у процесі здійснення комунікацій важливим також є врахування їх вербальних та невербальних аспектів, що впливає на ступінь переконливості заяви, формування очікувань. Так, український політик О. Рибачук зазначає, що коли у Голови НБУ буде "заклопотане обличчя, він задумається і буде стурбований, то це може вплинути на ринок цінних паперів"[195].

Варто враховувати питання частоти появи інформації про НБУ в ЗМІ. Як зазначив у 2010 р. керівник відділу роботи з мас-медіа департаменту зовнішньоекономічних відносин НБУ Ю. Заруба, лише неодноразове звернення мас-медіа до певного монетарного питання може змінити поведінку в суспільстві [196].

На рис. 3.14 подано в систематизованій формі комплекс основних елементів у структурі комунікаційної політики НБУ.

Рисунок 3.14 – Складові комунікаційної політики НБУ

Слід також зважати на характер комунікаційної стратегії. Дослідження науковців показують, що Федеральна резервна система США має індивідуалістичну стратегію комунікацій, якій притаманний високий ступінь дисперсії думок членів FOMC (Федерального комітету з відкритого ринку). У Банку Англії та ЄЦБ використовується більш колегіальна комунікаційна стратегія, яка сприяє більш адекватній реакції ринків на їх повідомлення. Таким чином, в Україні важливим є проведення переважно колегіальних комунікацій, що полягають у висловлюванні консолідованої точки зору представниками НБУ.

Загалом НБУ має стати більш відкритим у наданні важливої інформації економічним суб'єктам. Фінансовий сектор, широка громадськість повинні відчути, що НБУ підзвітний їм, знає їх потреби. Для цього корисно створити веб-форум на офіційному сайті НБУ, на якому організувати обговорення нововведених нормативних актів користувачами сайту, висловлення пропозицій щодо їх удосконалення, надання відповідей представників НБУ на найбільш актуальні питання. У такий спосіб можна організувати опитування громадськості щодо якості комунікаційної політики.

У комунікаційній стратегії особлива увага повинна приділятися розробці інформаційної політики у кризовий період. Для цього варто розробити механізми більш оперативного збору інформації про стан фінансового та реального секторів, ведення постійного діалогу з фінансовим сектором для з'ясування найболючіших його проблем, а також розробки пропозицій щодо подолання нестабільності. У додатку Ж наведено особливості проведення комунікаційної політики НБУ у кризові та передкризові періоди економічного розвитку.

Окрім вищезазначеного, для успішного врегулювання монетарних проблем у період кризи ЦБ повинен мати розроблені чіткі процедури зі співпраці з урядом країни з метою стабілізації ситуації.

Зазначимо, що відповідно до Закону "Про Національний банк України" НБУ та КМУ проводять "взаємні консультації з питань грошово-кредитної політики, розробки і здійснення загальнодержавної програми економічного та соціального розвитку" [19]. До того ж КМУ, міністерства та інші центральні органи виконавчої влади на запит НБУ надають "...інформацію, що має вплив на стан платіжного балансу, монетарні процеси, грошово-кредитний ринок…" [19]. Згаданим законом також передбачається, що Голова НБУ та члени КМУ можуть брати участь у засіданнях один одного з правом дорадчого голосу. Постійна співучасть у засіданнях даних органів видається абсолютно

необхідною для підвищення ефективності координації монетарної та фіскальної політики.

Важливим напрямом підвищення взаємодії НБУ та уряду має стати зміцнення інформаційної співпраці щодо коливання коштів на Єдиному казначейському рахунку (ЄКР) уряду в НБУ. Як відомо, коливання залишків на ЄКР чинять значний вплив на стан ліквідності банківської системи та процентні ставки міжбанківського ринку. Відповідно до цього, вважаємо, що уряду необхідно завчасно повідомляти НБУ про прогноз обсягу чистих операцій за даним рахунком у щоденному розрізі. Наразі Міністерство фінансів України завчасно публікує графік розміщення ОВДП, вказуючи при цьому лише їх дати та термін обігу.

У цілому, проводячи комунікаційну політику, Національний банк має сформувати в суспільстві чітке переконання щодо реальної можливості досягнення цільових економічних орієнтирів, щодо високого рівня ефективності, але не всесильності монетарної політики.

3.3.3 Напрями підвищення відповідальності НБУ в процесі монетарного регулювання

Стосовно встановлення відповідальності НБУ за здійснювані ним монетарні заходи, вважаємо, що, принаймні, моральну відповідальність його керівництва можна підвищити шляхом запровадження обов'язкової публікації на офіційному веб-сайті протоколів голосування з монетарних питань за результатами засідань Ради та Правління НБУ. Це також сприятиме підвищенню процедурної прозорості діяльності НБУ.

Публікації відеозаписів прес-конференцій керівництва ЦБ, як це заведено в ФРС, сприятимуть підвищенню транспарентності та посиленню відчуття відповідальності керівництва ЦБ за прийняті рішення, впроваджувані заходи.

Необхідно підкреслити, що в законодавстві України не визначено характер відповідальності Правління НБУ за недостатньо ефективну діяльність. Зазначимо, що ЦБ Нової Зеландії виплачує штрафи за недотримання інфляційного таргету. О. Щербакова, директор Генерального департаменту грошово-кредитної політики НБУ, зазначає, що внаслідок наявності значної частки товарів споживчого кошика, ціни на які нелібералізовані, "НБУ не може брати на себе цілковиту відповідальність за утримання інфляції у визначених межах і має тісно координувати свою діяльність з урядом" [197, с. 5].

Удосконалення потребують форма та окремі формулювання Основних засад ГКП. Відомо, що у нормативно-правових актах України немає чітко визначеного трактування форми даного документа: чи це є постанова, інструкція, положення? Дана невизначеність породжує відсутність відповідальності за ступінь недосягнення оголошених там показників.

Одним із проблемних моментів є також відсутність у законодавстві чіткого розмежування відповідальності КМУ та НБУ за недотримання цінової стабільності. На відміну від чинних положень, за якими розрахунок прогнозу інфляції належить до компетенції Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, вважаємо за доцільне і Міністерству, і НБУ розробляти прогноз ІСЦ, в проект Державного бюджету України закладаючи при цьому консенсус-прогноз інфляції. В той же час, НБУ має нести відповідальність за дотримання не прогнозного, а цільового інфляційного показника, що зумовлює необхідність чіткого окреслення останнього.

3.3.4 Удосконалення правового забезпечення незалежності НБУ

Для підвищення політичної незалежності НБУ варто чітко в правовому полі визначити сутність поняття "бездоганна ділова репутація", порушення якої може слугувати однією з причин звільнення Голови Нацбанку (Стаття 18 Закону України "Про НБУ").

Для підвищення операційної незалежності НБУ важливим є введення поняття "оперативна діяльність НБУ". Справа в тому, що законодавством визначено, що Рада НБУ не має права втручатися в оперативну діяльність Правління НБУ (ст. 13 Закону України "Про НБУ"). Вважаємо, що логічним розумінням даної діяльності є наступне: це рішення Правління НБУ щодо застосування монетарних інструментів для реалізації Основних засад грошово-кредитної політики. Але варто наголосити, що в статті 9 (п. 12) того ж закону зазначено, що Рада НБУ "вносить рекомендації Правлінню Національного банку в межах розроблених Основних засад грошово-кредитної політики стосовно:

- методів та форм прогнозування макропоказників економічного і соціального розвитку України, а також грошово-кредитної політики;
- окремих заходів монетарного і регулятивного характеру та їх впливу на економічний і соціальний розвиток України;
- політики курсоутворення та валютного регулювання…" тощо [19].

Таким чином, відсутність визначення оперативної діяльності може стати причиною суперечностей у сфері повноважень Ради та Правління НБУ.

3.3.5 Поліпшення методики визначення оптимального рівня інфляції

Наразі у Законі "Про Національний банк України" поняття цінової стабільності трактується через використання досить відносних характеристик – "низький, стабільний темп інфляції". У той же час встановлення оптимального цінового орієнтира необхідне при впровадженні режиму інфляційного таргетування, до якого тяжіє Україна ще з 2004 року. В одному з базових транспарентних документів ЄЦБ "Грошово-кредитна політика ЄЦБ" зазначається, що "першим елементом стратегії монетарної політики ЄЦБ є кількісне визначення цінової стабільності" [115, с. 50].

Для визначення оптимального рівня цін пропонуємо наступний підхід.

На рис. 3.15 (за даними Держкомстату України) наведено динаміку темпів зростання ІСЦ та реального ВВП (по відношенню до відповідного кварталу попереднього року).

Критерієм цінової оптимальності є максимальні темпи зростання реального ВВП. До того ж при аналізі варто врахувати лаг впливу рівня цін на ВВП. На рис. 3.16 представлено залежність циклічної складової темпу росту реального ВВП від лагових значень рівня цін.

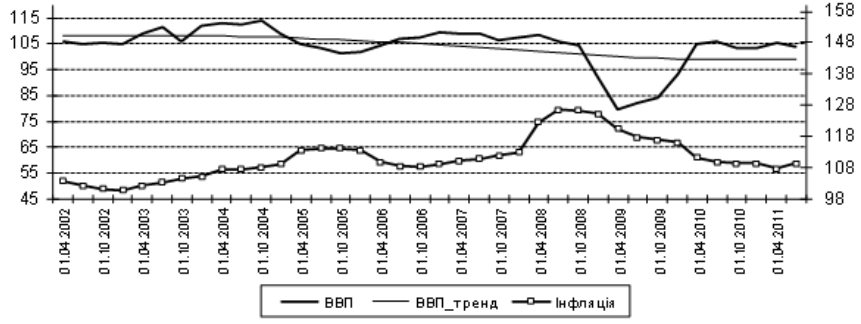

Рисунок 3.15 - Щоквартальна динаміка темпів росту ІСЦ, тренду і фактичного рівня реального ВВП в Україні з 01.04.2002 по 01.07.2011

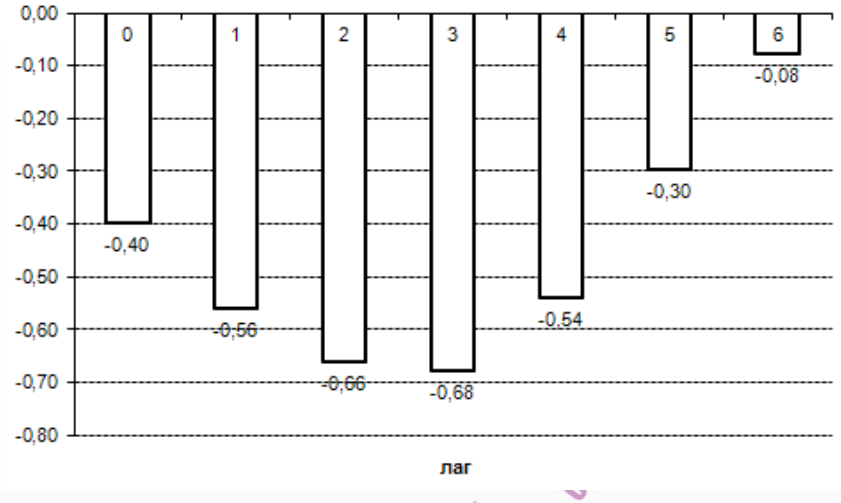

Рисунок 3.16 - Кореляція між циклічною складовою ВВП, поточним та попередніми значеннями ІСЦ у 1.04.2003 - 1.01.2011 в Україні

На основі аналізу корелограми виявлено, що найсильнішим є зв'язок (-68 %) між темпом циклічної складової реального ВВП та ІСЦ з лагом у три квартали. Таким чином, припускаємо, що ІСЦ найсильніше відображатиметься в динаміці ВВП через три квартали.

У табл. 3.4 наведено значення максимального темпу росту циклічної складової реального ВВП та відповідного йому ІСЦ (з випередженням у три квартали) в періоди висхідної динаміки ВВП. Зазначимо, що вищеназвані періоди визначаємо як проміжок часу, що більше або дорівнює двом суміжним кварталам, протягом яких спостерігається зростання циклічної складової реального ВВП. Варто підкреслити, що в подальших розрахунках період нестабільності ВВП та інфляції (01.04.2008 – 1.01.2010) до уваги не брався.

Таблиця 3.4 - Рівень цін та приріст циклічної складової реального ВВП на етапах його висхідної динаміки за період з 1.04.2003 по 01.07.2011

Період висхідної динаміки ВВП	Максимальний річний темп росту циклічної складової реального ВВП, %	Річний рівень цін випередженням у три квартали, %
01.04.2003 – 01.07.2003	3,1	101,2
01.01.2004 – 01.01.2005	6,5	105,2
01.07.2006 – 01.01.2008	5,1	108,3
01.04.2010 – 01.07.2011	6,1	109,8

Значення середньозваженого ІСЦ, що сприяє максимальному зростанню реального ВВП (CPI_{growth}) розраховуємо наступним чином:

$$CPI_{growth} = \frac{\sum_t time_t \times GDP_{growth_t} \times CPI_{t-3}}{\sum_t time_t \times GDP_{growth_t}}, \quad (3.9)$$

де $time_t$ - фактор часу, що описується рядом з кроком в 0,1;

GDP_{growth_t} - значення темпу росту циклічної складової реального ВВП у періоди його висхідної динаміки, що триває не менше двох суміжних кварталів;

CPI_{t-3} - індекс споживчих цін з лагом в три квартали відносно GDP_{growth_t}.

На основі вищенаведеної формули середнє значення річного темпу росту ІСЦ у періоди найбільшого зростання ВВП склало 108,3 %.

ІСЦ, за якого спостерігається спад циклічної складової реального ВВП (CPI_{roof}), пропонуємо розраховувати наступним чином:

$$CPI_{roof} = \frac{\sum_t time_t \times GDP_{roof_t} \times CPI_{t-3}}{\sum_t time_t \times GDP_{roof_t}}, \quad (3.10)$$

де GDP_{roof_t} - значення темпу росту циклічної складової реального ВВП, що нижче тренду, і триває два або більше кварталів підряд;

CPI_{t-3} - індекс споживчих цін при GDP_{roof_t}.

За результатами розрахунку виявлено, що даний показник складає 109,7 %. Зазначимо, що А. Даниленко, С. Кораблін, О. Петрик, Т. Кричевська та деякі інші провідні українські науковці у 2007 р. зазначали, що за існуючих умов господарювання оптимальний рівень інфляції (за ІСЦ) для України знаходився в межах 10 % [119, с. 43].

Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

Важливим є також знаходження нижньої межі оптимальності рівня цін ($\mathrm{CPI}_{\mathrm{floor}}$), яку пропонуємо визначити наступним чином:

$$\mathrm{CPI}_{\mathrm{floor}} = \frac{\sum_t tim e_t \times GDP_{floor_t} \times CPI_{t-3}}{\sum_t tim e_t \times GDP_{floor_t}}, \quad (3.11)$$

де GDP_{floor} - значення темпу росту циклічної складової реального ВВП при середньорічному темпі росту ІСЦ, що менше визначеного нами як оптимальний (108,3 %);

CPI_{t-3} - індекс споживчих цін з лагом в три квартали відносно GDP_{floor}.

На основі наявного діапазону даних нижньою межею ІСЦ, за якого спостерігається висхідна динаміка реального ВВП, є 104,3 %.

Таким чином, за розрахунками на основі даних за періоди 01.04.2003–01.07.2011 (за виключенням періоду нестабільності рядів даних у періоді 01.04.2008–01.01.2010), маємо, що максимальні темпи зростання циклічної складової реального ВВП спостерігатимуться при ІСЦ в 108,3 %, а межами оптимальності є рівень цін від 104,3 % до109,7 %.

Проаналізувавши українські реалії за 2003-2011 р., робимо висновок, що в нашій державі останнім часом спостерігаються позитивні тенденції щодо рівня цін (рис. 3.17).

Як свідчить практика, рівень оптимальності ІСЦ є індивідуальним для кожної країни, особливо якщо це країни з ринками, що формуються.

Серед науковців побутують наступні погляди на цінову оптимальність. Так, А. Гальчинський у січні 2011 р. зазначав, що "8-10 % - це дуже висока інфляція… Вже найближчим часом ми маємо вийти на рівень інфляції 5-6 %, а в перспективі 3-4 %"[198]. 26.01.2011 директор Генерального економічного департаменту НБУ І. Шумило повідомив, що "цілями визначено зниження індексу споживчих цін до рівня не вище 5 % в середньостроковій перспективі…" [199].

У програмі економічних реформ 2011-2014 років "Заможне суспільство, конкурентна економіка, ефективна держава", розробленій Комітетом економічних реформ при Президенті України, зазначено, що одним із індикаторів успіху розвитку фінансового сектора є

встановлення до 2014 р. інфляції на рівні 5-6 % [200]. Аналогічні погляди було висловлено у 2007 р. представниками НБУ О. Петриком, С. Ніколайчуком. На їх думку, рівень цін повинен сягати 4,2 % в довгостроковій перспективі [201].

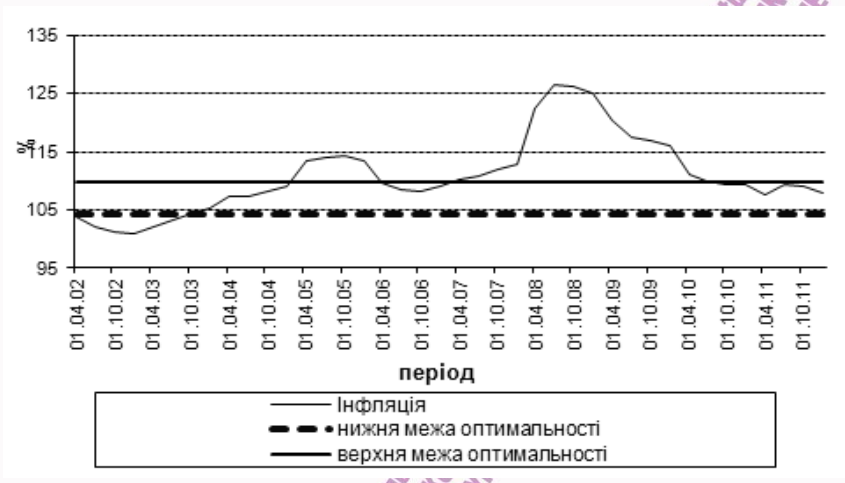

Рисунок 3.17 - Річний темп росту ІСЦ та розраховані межі його оптимальності за період 2003-2011 роки

Безперечно, межі оптимальності рівня цін є динамічними і потребують перегляду з часом, проте вважаємо, що запропонований підхід є доцільним для визначення рівня цінової оптимальності на сучасному етапі розвитку економіки України.

Утримання інфляції на оптимальному рівні та її зниження в перспективі сприятимуть покращенню ситуації щодо інвестиційного процесу, зниженню рівня доларизації економіки та становленню стійкого тренду економічного зростання.

3.3.6 Заходи щодо підвищення ефективності трансмісійного механізму в Україні

НБУ, прямуючи до впровадження режиму інфляційного таргетування, має створювати умови для підвищення ефективності процентного каналу монетарної трансмісії.

Для ефективної передачі грошово-кредитних імпульсів важливим є формування вузького процентного коридору на міжбанківському ринку. Одним із індикаторів фінансової стабільності, на думку С. Моісеєва, є мінімальний спред ставок міжбанківського ринку [202], адже останні впливають на формування довгострокових ставок, в свою чергу, визначаючи показники реального сектора економіки.

Для ефективного управління короткостроковими процентними ставками розмах ставок ЦБ має бути достатньо вузьким для формування визначеного сигналу до інших секторів фінансового ринку. В Україні станом на 01.04.2011 межі процентного коридору міжбанківського ринку формуються під дією ставок за кредитами "овернайт" від НБУ та ставок за кількісними тендерами розміщення депозитних сертифікатів НБУ (на строк від 2 до 90 днів, а в 2008 році – до 270 днів). Зазначимо, що вилучення надмірної ліквідності через депозитні сертифікати "овернайт" в Україні не проводяться, починаючи з квітня 2007 року. Різниця максимальної та мінімальної ставок НБУ при регулюванні ліквідності банків є досить суттєвою (в 2011 р. близько 9 %, в 2012 р. – 7 %), натомість в Європейському центральному банку різниця між кредитами (marginal lending facilities) та депозитами "овернайт" (overnight deposit facilities) складає 1,5 %. На рисунку 3.18 наведено верхні та нижні межі процентних ставок НБУ при регулюванні рівня ліквідності банків та ставок "овернайт" міжбанківського ринку.

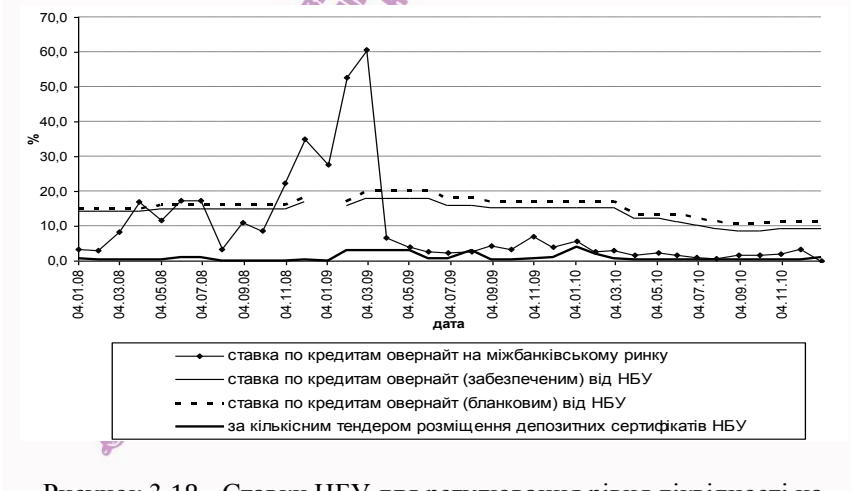

Рисунок 3.18 - Ставки НБУ для регулювання рівня ліквідності на міжбанківському ринку в 2008-2010 роках

На основі вищенаведеного графіка бачимо, що в період загострення проблем з ліквідністю ставки міжбанківського ринку виходять з-під контролю НБУ. Така ситуація спостерігалася в період розгортання світової фінансово-економічної кризи в Україні. Суттєвим фактором при цьому вважаємо те, що НБУ з 5 по 31 січня 2009 р. не надавав кредитів "овернайт" та не проводив тендери з підтримання ліквідності банків, що і викликало обґрунтований нестачею ліквідності та посилений панікою стрибок вартості ресурсів на міжбанківському ринку. Така ситуація була спричинена уже згадуваною статтею 86 Закону України"Про державний бюджет на 2009 рік", відповідно до якої НБУ мав здійснювати операції рефінансування, затверджуючи їх порядок з КМУ. Це іще раз підтверджує значимість операційної незалежності ЦБ для ефективного монетарного регулювання.

Для сприяння звуженню процентного коридору на міжбанківському ринку НБУ має із множини численних інструментів процентної політики, які не дають чітких прогнозних орієнтирів, визначити пріоритетний, ставки за яким трактувалися б фінансовим ринком як індикатор вартості грошей.

До того ж на заваді підвищенню ефективності процентного монетарного каналу стоїть активне оперування Національним банком України нормативами обов'язкового резервування, що посилює невизначеність на ринку та збурює передачу процентних сигналів. Інструмент регулювання обов'язкових резервів у міжнародній практиці застосовується досить рідко, адже зміни їх рівня, особливо непередбачувані, істотно дестабілізують роботу банків, викликають непрогнозовані коливання їх прибутковості.

3.3.7 Удосконалення методики пруденційного нагляду за банківським сектором

Зважаючи на істотність ролі банківського сектора в Україні, як основного фінансового посередника в ланцюгу "заощадження - інвестиції", стабільність банківської системи є необхідною умовою ефективного функціонування ГКМ. Порушення стабільності банківської системи виступає суттєвим провокатором цінової та загальноекономічної нестабільності. Дж. С. Мілль зауважував, що упродовж майже півстоліття не було жодної комерційної кризи, відносно якої на банк не лягало б тяжке звинувачення, що він її породив або посилив. Стабільно функціонуюча банківська система забезпечує акумуляцію надлишкової ліквідності, зменшує рівень тінізації економіки, сприяє розвитку

інвестування, що слугує каталізатором економічного зростання та підвищення добробуту населення. На думку І. Лютого, основою ефективного механізму реалізації ГКП в Україні є становлення та розвиток адекватної відповідним вимогам сучасного ринку банківської системи [10, с. 8].

На початку 90-х років XX ст., періоду інтенсифікації фінансових криз, центральні банки багатьох країн світу почали проводити аналіз стійкості фінансових систем. На міжнародному рівні МВФ розробив уніфікований підхід до оцінки фінансової стійкості (Financial Sector Assessment Program), за яким проводиться регулярний моніторинг стабільності фінансових секторів країн світу.

Фахівцями НБУ згідно з рекомендаціями МВФ розроблено методику комплексної оцінки стабільності фінансового сектора нашої держави [203], у якій запропоновано 12 індикаторів для щоденного моніторингу та 23 – для щомісячного. Щомісячні показники оцінки фінансової стійкості банківської системи наводяться повною мірою з травня 2011 р. у Бюлетені НБУ та на сайті НБУ у розділі "Індикатори фінансової стійкості".

Переваги запропонованої нижче методики оцінки стабільності банківської системи, що в основному базується на вищезазначених підходах, полягають у наступному:

- сигнально-випереджальний характер методики, що пов'язано з використанням нормативно-індексного підходу (найменші відмінності у тенденціях порівнюваних показників суттєво впливають на значення індикатора (0 або 1), що присвоюється коефіцієнту);

- врахування особливостей функціонування банківської системи в Україні (схильність до закордонних заощаджень, що обумовлює важливість введення показника "Оцінка валютного ризику при залученні коштів нерезидентів", "Співвідношення власного капіталу і обсягів запозичень у нерезидентів" (див. табл. 3.5));

- базування на загальнодоступних статистичних даних;

- наявність оцінкової шкали для надання якісної інтерпретації отриманим за моделлю розрахункам.

Запропонований динамічний нормативно-індексний підхід із використанням методів непараметричної статистики та головних компонент дає можливість на основі загальнодоступних даних оцінити ступінь стабільності банківської системи, враховуючи показники її економічної ефективності, ліквідності, надійності та ризиковості діяльності банків. Алгоритм побудови моделі представлено наступними кроками:

- вибір індикаторів: відповідальний етап, на якому важливим є врахування як критерію їх цінності у формуванні результату, так і

кількості. Вважається, що оптимальна кількість індикаторів становить від 6 до 25 [204, с. 55]. Причому, надто велика їх кількість зменшує чутливість інтегральної оцінки до зміни показників, надто мала – дає неточні результати, може не врахувати дію інших суттєвих факторів;

- встановлення нормативних співвідношень між коефіцієнтами росту складових обраних індикаторів;

- визначення фактичних співвідношень між розрахованими значеннями коефіцієнтів росту показників;

- зіставлення нормативних і фактичних співвідношень між показниками;

- знаходження інтегральної оцінки як суми збігів фактичних співвідношень показників із нормативними, скорегованих на відповідні ваги.

У розроблену модель включено показник співвідношення зміни сили тиску на валютний ринок до динаміки зобов'язань перед нерезидентами. Вважаємо, що більш стійкому функціонуванню банківської системи сприятиме ситуація повільнішого нарощення зовнішніх запозичень відносно зростання ризиків девальвації національної валюти. Показник сили тиску на валютний ринок характеризує ймовірність девальвації національної валюти, яка призводить до здорожчання позик, залучених банківською системою України від нерезидентів і несе, як показала ситуація 2008-2010 років, суттєві ризики дестабілізації роботи банків у нашій країні. В умовах недостатнього рівня капіталізації банківської системи вищеописане призводить до погіршення ліквідності і платоспроможності банків. Також вважаємо, що для стабільної роботи банківської системи сприятливим фактором буде швидше нарощення власного капіталу, порівняно з позиками у нерезидентів, наслідком якого стане більша захищеність вкладників банків від ймовірних ризиків, в тому числі девальваційного тиску.

Для аналізу сили тиску на валютний ринок обрано показник, який розробили у 1995 р. Ейченгрін, Роуз, Віплоц (Eichengreen, Rose, Wyplosz). Цей показник використовується Інститутом Гайдара як випереджальний індикатор валютної кризи [63]. Таким чином, у модель пропонуємо включити індикатор сили тиску на валютний ринок (Cm), доповнений власними розробками:

$$Cm = \frac{w1 \times \sigma(E)^2 - w2 \times \sigma(R)^2 + w3 \times \sigma(i)^2 + w4 \times \sigma(CPI)^2}{4}, \quad (3.12)$$

де E, R, i, CPI - темп приросту міжбанківського валютного курсу гривні до долара США, золотовалютних резервів, середньозваженої ставки рефінансування та ІСЦ відповідно;

$w1, w2, w3, w4$ - вагові коефіцієнти ($w1=1$, $w2 = \sqrt{\frac{\sigma^2(E)}{\sigma^2(R)}}$, $w3 = \sqrt{\frac{\sigma^2(E)}{\sigma^2(i)}}$, $w4 = \sqrt{\frac{\sigma^2(E)}{\sigma^2(CPI)}}$), використані для вирівнювання дисперсій показників, враховуючи різну амплітуду їх коливань.

Вважається, що при атаці на валютний курс ЦБ буде реагувати інтервенціями, зменшуючи золотовалютні резерви, що, в результаті, сприятиме зниженню тиску на національну валюту. При будь-якому режимі валютного курсу ЦБ для захисту національної валюти може підвищувати процентні ставки, тобто підвищення середньозваженої ставки рефінансування є ознакою того, що на ринку спостерігається девальваційний тиск на національну валюту.

Доповнити індикатор сили тиску на валютний ринок запропоновано врахуванням рівня цін, адже, як зазначає В. Шевчук, цінова нестабільність сприймається як фактор майбутньої девальвації, навіть в умовах, коли в поточному періоді сталість валютного курсу та підвищення номінальних доходів роблять невигідним чи неефективним валютне заміщення і доларизацію активів. Ця закономірність підтверджує висновок досліджень про те, що погіршення платіжного балансу та ризик майбутньої девальвації більш чутливі до зміни внутрішньої інфляції, ніж до валютного курсу [205].

Визначено, що ступінь стабільності банківської системи перебуває в тісному взаємозв'язку з рівнем її економічної ефективності. Саме тому в методику оцінки стабільності банків включено показники рентабельності капіталу та активів. Вибір індикаторів обумовлений доступністю даних для їх розрахунку, поширеністю їх застосування. При визначенні ефективності діяльності банківської системи А. Пілявський, О. Вовчак (професори Університету банківської справи НБУ), та ряд інших науковців (О. Гриценко, О. Іщенко) вважають дані індикатори одними із найважливіших [206, 207]. Дані показники враховуються для оцінки фінансової стійкості МВФ та Світовим банком.

В аналізі стабільності банківської системи важливим є врахування стану ліквідності банків. Для його дослідження обрано показник частки високоліквідних активів у загальному обсязі активів, важливість якого обумовлена необхідністю врахування рівня гарантованого запасу ліквідності банківської системи. Зменшення ризиків ліквідності є надзвичайно важливим у пост та власне кризовий періоди економіки, впливаючи на ступінь довіри суспільства до банківської системи та її вразливість до погіршення очікувань економічних суб'єктів. До того ж даний показник фігурує першим у групі коефіцієнтів ліквідності методики оцінки фінансової стійкості банків, представленої Національним банком [203, с. 24] на основі методики МВФ. Л. Примостка та О. Лисенок застосували даний показник в моделі оцінки сукупного ризику банку [208].

Аналіз ліквідності банківської системи доповнено показником співвідношення строкових депозитів до сукупних зобов'язань за виключенням відносно легких у залученні міжбанківських позик. Коли стійка депозитна база недостатня, то в умовах нестачі ліквідності банківської системи це посилює ризики дестабілізації її функціонування внаслідок більшої залежності від нестабільних ресурсів. Даний індикатор використовується також у методиці комплексної оцінки стабільності фінансового сектора нашої держави, розробленій НБУ.

Зважаючи на те, що недостатній рівень капіталізації банків став суттєвою причиною розгортання світової фінансової кризи 2008-2009 рр., вважаємо за доцільне включити в модель вимірник достатності капіталу – співвідношення власного капіталу до зобов'язань банківської системи, що виступає характеристикою фінансової стійкості банків та їх незалежності від вкладників та кредиторів.

Визначенню рівня надійності сприяє також показник співвідношення власного капіталу та чистих активів (активів за виключенням резервів) банківської системи, що визначає достатність власних коштів банків для погашення ймовірних ризиків при здійсненні активних операцій. Враховуючи суттєві ризики надмірної кредитної експансії, що прискорює перехід від фази піднесення до спаду в циклі ділової активності, для банківської системи України доцільним є нарощення власного капіталу швидшими темпами, ніж активних операцій, близько 80 % яких станом на 01.09.2011 становить кредитування. Значимість врахування вищенаведеного показника при оцінці стабільності банківської системи підтверджується іще й тим, що Б. Обама запропонував ввести спецподаток (Financial crisis

responsibility fee) на різницю між активами та капіталом крупних фінансових організацій США [209], що, як передбачається, спонукатиме банки підтримувати відносно високий рівень капіталу і сприятиме їх стабільності.

Варто зазначити, що нарощення власного капіталу є досить витратною справою, яка певною мірою провокує підвищення вартості кредитування, сповільнення його темпів, і негативно позначається на економічному зростанні посткризового періоду. Тому пропонуємо ввести в модель деяке уточнення: стабільності банківської системи сприятиме нарощення власного капіталу швидшими темпами, ніж активів у періоди надмірного розширення активів, відносно темпів розвитку економіки. Вищезазначене пропонуємо оцінити, порівнявши співвідношення темпів зростання активів до ВВП ($А_{чисті}/ВВП_{реальн.}$) із лінією тренду (даного співвідношення), розрахованою за допомогою фільтру Ходріка-Прескотта (рис. 3.19).

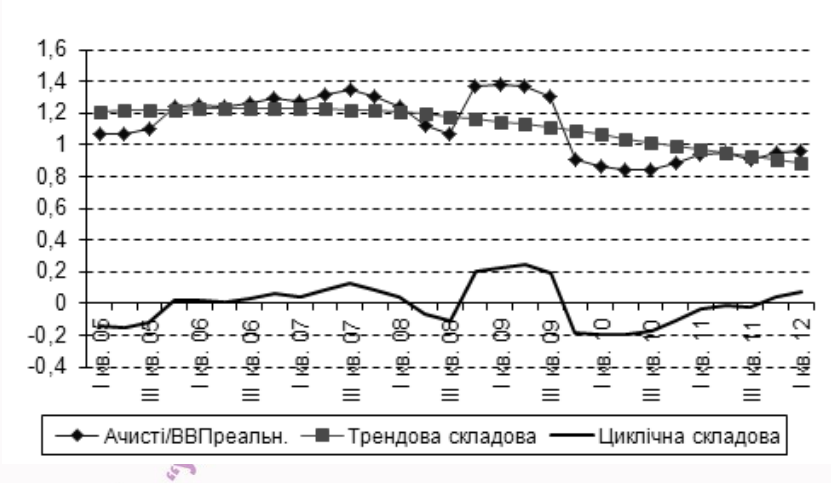

Рисунок 3.19 - Фактичні, трендові і циклічні значення співвідношення загальних активів до ВВП за період з 01.04.2005 до 01.04.2012

Таким чином, вважаємо, що стабільному функціонуванню сприятиме ситуація нарощення капіталу швидшими темпами, ніж активів за періоди 01.04.2006–01.04.2008, 01.01.2009–01.10.2009, а також у IV кв. 2011 р. та I кв. 2012 р. У решті періодів з 01.04.2005 по 01.04.2012 доцільним є розвиток активної діяльності швидше, ніж капіталізації.

Враховуючи значну питому вагу кредитних операцій у діяльності банків, до методики оцінки стабільності банківської системи запропоновано включити показник співвідношення темпів формування резервів під знецінення кредитів до темпів росту проблемних кредитів. Даний показник є виміром "подушки безпеки", захисним буфером протидії ризикам діяльності банківської системи, враховуючи суттєву частку кредитних операцій в обсязі сукупних активів банків.

У методиках НБУ та МВФ враховується також частка проблемних кредитів у загальній сукупності наданих кредитів, що характеризує якість кредитного портфеля та ризики надання позик економічним суб'єктам. Важливим питанням при оцінці ризиків є визначення частки кредитів в іноземній валюті у кредитному портфелі банків, яка характеризує залежність економічних суб'єктів та банків від волатильності валютного курсу, що є особливо актуальним в умовах послаблення його регулювання, тенденція до чого існує в Україні, та відсутності джерел притоку іноземної валюти у більшості позичальників в нашій державі.

На стабільність функціонування банківської системи чинить значний вплив довіра до неї економічних суб'єктів, яка виражається у відношенні строкових депозитів економічних суб'єктів до депозитів на вимогу. Це обумовило включення показника зіставлення темпів росту строкових депозитів та динаміки депозитів до запитання в нормативно-індексну модель оцінки стабільності банківської системи.

Загалом факторами моделі є дванадцять індикаторів, між складовими яких (чисельниками і знаменниками) визначено нормативні співвідношення, які полягають у встановленні преференції зростання динаміки однієї зі складових над іншою. Вважаємо, що визначені нами співвідношення між субпоказниками дванадцяти індикаторів характеризуватимуть стан функціонування банківської системи як стабільний (табл. 3.5).

Важливим питанням є визначення пріоритетів між вхідними показниками – вагових коефіцієнтів, що виражають рівень їх значимості в забезпеченні стабільності банківської системи. Для цього застосовуємо метод головних компонент, суть якого полягає у виявленні латентних факторів, кількість яких менше вхідних змінних. Віднесення останніх до тих чи інших факторів здійснюється на основі спільності їх динаміки, тобто кореляції.

Таблиця 3.5 - Показники аналізу ступеня стабільності банківської системи

№п/п	Назва індикатора	Методика розрахунку	Співвідношення між коефіцієнтами росту
1	2	3	4
Оцінка ефективності			
1.	Рентабельність капіталу	$\frac{Чистий\_прибуток(ЧП)}{Власний\_капітал(ВК)}$	ΔЧП>ΔВК
2.	Рентабельність активів	$\frac{Чистий\_прибуток(ЧП)}{Активи(А)}$	ΔЧП>ΔА
Оцінка ліквідності			
3.	Частка високоліквідних активів у загальних активах	$\frac{Високоліквідні\_активи(Авл)}{Активи(А)}$	ΔАвл>ΔА
4.	Частка стійкої депозитної бази у сукупних зобов'язаннях, за виключенням міжбанківських позик	$\frac{Депозити\_строкові(Дстр)}{Зобов'язання - Міжбанк\_позики (Зоб - МБП)}$	ΔДстр>ΔЗоб-МБП
5.	Ступінь довіри до банківської системи	$\frac{Депозити\_строкові(Дстр)}{Депозити\_на\_вимогу(Двим)}$	ΔДстр>ΔДвим
Аналіз достатності капіталу			
6.	Співвідношення капіталу і активів*	$\frac{Власний\_капітал(ВК)}{Чисті\ активи(Ач)}$	ΔВК>ΔАч
7.	Співвідношення капіталу і зобов'язань	$\frac{Власний\_капітал(ВК)}{Зобов'язання(Зоб)}$	ΔВК>ΔЗоб
8.	Співвідношення власного капіталу і обсягів запозичень у нерезидентів	$\frac{Власний\_капітал(ВК)}{Зобов'язання\_перед\_нерезид(Зн)}$	ΔВК>ΔЗн
Аналіз ризиковості			
9.	Частка проблемних кредитів у кредитному портфелі	$\frac{Проблемні\_кредити(Кп)}{Кредити(К)}$	ΔКп<ΔК
10.	Стійкість до кредитного ризику	$\frac{Резерви\_під\_знецінення\_кредитів(Рез)}{Проблемні\_кредити(Кп)}$	ΔРез>ΔКп
11.	Частка кредитів в іноземній валюті в кредитному портфелі	$\frac{Кредити\_в\_іноземній\_валюті(Кіноз)}{Кредити(К)}$	ΔКіноз<ΔК
12.	Оцінка валютного ризику при залученні коштів нерезидентів	$\frac{Сила\_тиску\_на\_валютний\_ринок(Ст)}{Зобов'язання\_перед\_нерезид(Зн)}$	ΔСт>ΔЗн

* Дане співвідношення сприятиме стабільності банківської системи на етапах надмірного розширення активних операцій відносно темпів зростання економіки, в інші періоди застосовується протилежне співвідношення.

В результаті застосування методу головних компонент зі способом обертання факторів "Варімакс нормалізованих" (максимізує дисперсії квадратів факторних навантажень по змінним для кожного фактора) отримано наступну множину факторних навантажень (табл. 3.6):

Таблиця 3.6 - Факторні навантаження та частка факторів у загальній дисперсії ознак

№	Індикатор	Фактор 1	Фактор 2
1	*2*	*3*	*4*
1.	Рентабельність капіталу	0,758	0,311
2.	Рентабельність активів	0,771	0,266
3.	Частка високоліквідних активів у загальних активах	0,260	0,057
4.	Частка проблемних кредитів у кредитному портфелі	0,744	0,494
5.	Частка кредитів в іноземній валюті у кредитному портфелі	0,377	0,564
6.	Співвідношення капіталу і активів	0,213	0,930
7.	Рівень валютного ризику при залученні коштів нерезидентів	0,183	0,035
8.	Співвідношення власного капіталу і обсягу запозичень у нерезидентів	0,540	0,052
9.	Стійкість до кредитного ризику	0,637	0,198
10.	Співвідношення власного капіталу і зобов'язань	0,257	0,920
11.	Ступінь довіри до банківської системи	0,763	0,210
12.	Частка стійкої депозитної бази у сукупних зобов'язаннях, за виключенням міжбанківських позик	0,851	0,008
Загальна дисперсія		4,080	2,531
Частка дисперсії фактора в загальній дисперсії		0,617	0,383

Вагові коефіцієнти (k_{ij}) індикаторів визначаємо наступним чином:

$$k_{ij} = \sum c_{ij} \times \left| d_{ij} \right|, \qquad (3.13)$$

де d_{ij} - факторні навантаження *i*-го індикатора на *j*-й фактор;

c_{ij} - частка дисперсії фактора в загальній дисперсії.

У результаті маємо наступні значення вагових коефіцієнтів при індикаторах моделі оцінки стабільності банківської системи (рис. 3.20):

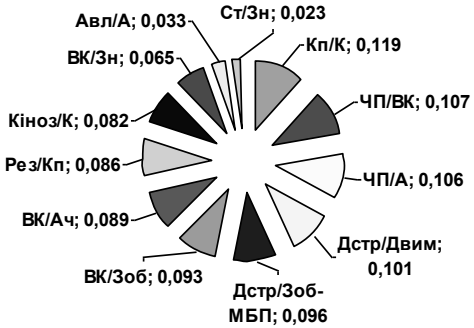

Рисунок 3.20 - Вагові коефіцієнти індикаторів моделі

Хід розрахунку показника стабільності банківської системи на основі нормативно-індексного підходу представлено нижче. Проаналізуємо ланцюгову щоквартальну зміну стабільності банківського сектора України, де складові обраних індикаторів являють собою середньохронологічні значення на кінець досліджуваного кварталу.

У табл. 3.7 наведено нормативні співвідношення між показниками (матриця з a_{ij}), в якій "1" позначено зростання *i*-го показника швидше за *j*-ий.

Таблиця 3.7 - Матриця нормативних співвідношень між складовими обраних індикаторів оцінки стабільності банківської системи

Складові індикаторів	ЧП	ВК	А	Ач	Авл	К	Кп	Кіноз	Зоб	Дстр	Д_вим	Ст	Зн	Рез	Зоб-МБП
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ЧП	-	1	1												
ВК		-		1*					1				1		
А			-												
Ач				-											
Авл			1		-										
К						-	1	1							

Продовження табл. 3.7.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Кп							-								
Кіноз								-							
Зоб									-						
Дстр										-	1				1
Д _вим											-				
Ст												-	1		
Зн													-		
Рез							1							-	
Зоб-МБП															-

Проаналізуємо стабільність банківської системи, станом на 1.01.2011 р., до попереднього кварталу. Для цього, перш за все, визначимо фактичні темпи росту середньохронологічних значень складових індикаторів за даний період по відношенню до попереднього (рис. 3.21).

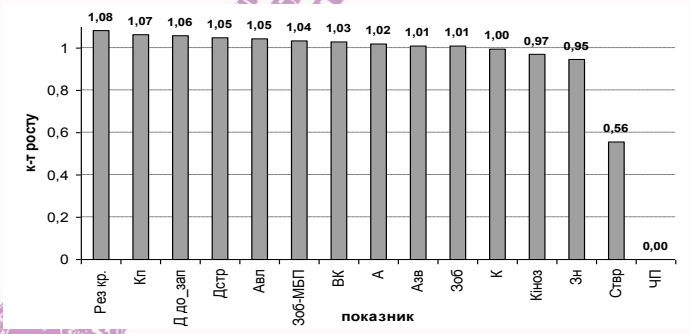

Рисунок 3.21 - Фактичні значення коефіцієнтів росту показників на 01.01.2011 відносно 01.10.2010

* дане співвідношення визначено для періодів, коли частка від ділення активів до ВВП зростає швидше їх лінії тренду

Наступна таблиця є матрицею відповідності фактичних співвідношень нормативним, де "1" відповідає їх збігові, а "0" - порушенню нормативних співвідношень. Відмітимо, що у даному випадку при співвідношенні власного капіталу та чистих активів стабільному розвитку банківської системи сприятиме зростання активів швидшими темпами, ніж капіталу.

Таблиця 3.8 - Матриця відповідностей фактичних співвідношень складових індикаторів нормативним станом на 01.01.2011

Складові індика-торів	ЧП	ВК	А	Ач	Авл	К	Кп	Кіноз	Зоб	Дстр	Д_вим	Ст	Зн	Рез	Зоб-МБП
ЧП	-	0	0												
ВК		-							1				1		
А			-												
Ач		0		-											
Авл			1		-										
К						-	0	1							
Кп							-								
Кіноз								-							
Зоб									-						
Дстр										-	0				1
Д_вим											-				
Ст												-	0		
Зн													-		
Рез							1							-	
Зоб-МБП															-

Нижче наведено принцип для розрахунку динамічного інтегрального показника стабільності банківської системи ($Stab_{bs}$), що полягає у знаходженні суми відповідностей фактичних співвідношень нормативним (NF_i) (у випадку їх збігу індикатор набуває значення

"1"), зважених на відповідні ваги – k_{ij} (визначені на основі методу головних компонент):

$$Stab_{bs} = k_{ij} \times NF_i, \quad (3.14)$$

де k_{ij} - вагові коефіцієнти при індикаторах моделі;

$N \& F_{ij}$ - індикатор, що дорівнює "1" при відповідності фактичних співвідношень нормативним.

У результаті розрахунку виявлено, що інтегральна оцінка стабільності банківської системи станом на 01.01.2011, у порівнянні з попереднім кварталом складає 0,456, причому, найкраще значення інтегрального показника прямує до 1.

Аналогічно проведено щоквартальну оцінку рівня стабільності банківської системи за період 01.01.2006–01.01.2012 (рис. 3.22).

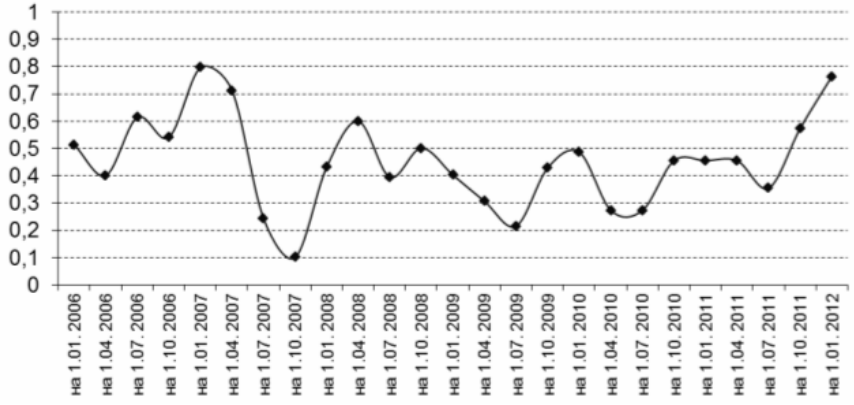

Рисунок 3.22 - Значення динамічного показника стабільності банківської системи за період 01.01.2006–01.01.2012 (по відношенню до попереднього кварталу)

Особливістю аналізованого періоду є різкий спад рівня стабільності банківської системи у II кварталі 2007 р. по відношенню до

попереднього кварталу. Дійсно, станом на 01.07.2007 спостерігалося сповільнення темпів нарощення власного капіталу, зниження якості управління активами, що спровоковано кредитною експансією банків. Проте варто зазначити, що у II кварталі 2007 р. відбулося лише незначне сповільнення темпів деяких показників, що викликало порушення встановлених нормативних співвідношень за моделлю. Описана реакція банківської системи України певною мірою була зумовлена посиленням волатильності світових фінансових ринків. Виступ Ж. - К. Тріше 29.01.2007 р., в якому було висловлено занепокоєння наростаючими ризиками на світових фінансових ринках, Європейським центральним банком оцінено як одна із ключових дат в історії світової фінансової кризи [210]. Підкреслимо, отриману оцінку варто сприймати як сигнал, що говорить про зміну тенденцій і накопичення ризиків функціонування банків.

Розгорнуте представлення інформації щодо відповідності нормативних співвідношень фактичним в аналізованих індикаторах стабільності банківської системи за період 01.01.2011-01.10.2011 наведено у додатку И.

Порівнюючи динаміку показників оцінки стабільності банківської системи у 2011 р., виділимо наступні особливості. У 2011 році співвідношення чистих активів до реального ВВП знаходилося нижче лінії тренду, що свідчить про можливості нарощення активних операцій банків, зокрема кредитування, без ризику перегріву економіки. Виходячи з цього, вважаємо, що стабільності банківської системи сприятиме збільшення активних операцій швидшими темпами, ніж капіталізації банків. Проте це є нелегким завданням, зважаючи на високі ризики кредитування, завищені вимоги банків до потенційних позичальників, низький рівень довіри до банківської системи населення, що виражається в недостатньому рівні стійкої довгострокової ресурсної бази банків.

Вищезазначене викликає надлишок високоліквідних активів у банківській системі, що внаслідок несприятливої кон'юнктури несе в собі ризики швидкого розгортання панічних настроїв серед банків та їх клієнтів і девальваційного тиску на національну валюту. В той же час недостатнє нарощення ліквідної подушки може призвести до неплатоспроможності банків у короткостроковому періоді, провокуючи наростання недовіри з боку їх вкладників та кредиторів.

Поряд з аналізом ланцюгової зміни стабільності банківської системи показовим є визначення її рівня щодо деякого "зразкового" періоду. Вважаємо, що такий період, по-перше, має характеризуватися високим рівнем стабільності банківського сектора, а, по-друге, і надалі

повинна спостерігатися сприятлива динаміка показника, що свідчитиме про низький рівень накопичення ризиків банками. Виходячи із даних рис. 3.22, за такий період можна обрати II квартал 2006 р., адже тоді відбувалося наростання прибутковості банківської діяльності, довіри до банків; серед показників оцінки кредитного ризику негативні сигнали йшли лише від індикатора відношення кредитів в іноземній валюті до загального кредитного портфеля. Виявлено, що вагомим недоліком в даний період стало порушення показників достатності капіталу. Незважаючи на це, припускаємо, що все ж доцільніше обрати за базу II квартал 2006 р., враховуючи в цілому досить сприятливу подальшу динаміку стабільності банківської системи впродовж трьох наступних кварталів.

На рис. 3.23 наведено динаміку показника стабільності банківської системи відносно II кв. 2006 р. – періоду, що, як визначено, характеризує найбільш сприятливий стан банківської системи України.

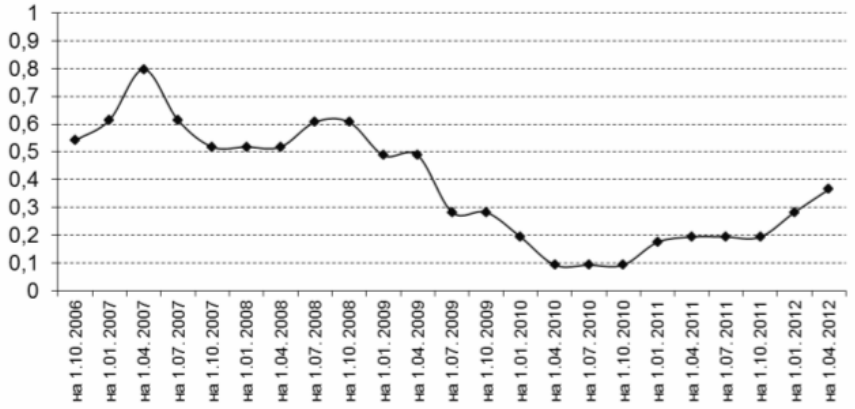

Рисунок 3.23 - Динаміка стабільності банківської системи за період 01.10.2010–01.04.2012 відносно II кв. 2006 р.

Виявлено, що відносно II кв. 2006 р. найнижчим був рівень стабільності банківської системи у 2010 році – періоді, що акумулював у собі негативні наслідки світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. Модель засвідчила наявність позитивних зрушень у банківській системі України, починаючи з IV кв. 2011 р., що виявилося у підвищенні довіри до банків з боку вкладників, покращенні якості

кредитного портфеля банків, в тому числі зменшенні частки кредитів в іноземній валюті, що підвищило потенціал банків у протидії зовнішнім шокам.

Для оцінки рівня стабільності банківської системи пропонуємо ввести наступну шкалу. В моделі межами коливання показника стабільності є діапазон від 0 до 1, при чому показник прямуватиме до 1 при збільшенні відповідності фактичних значень індикаторів моделі встановленим нормативним співвідношенням. Пропонуємо визначити межі оптимальності на основі поділу на чотири рівні групи проранжованих ваг індикаторів. При цьому абстрагуємося від показників, що формують кожну з цих груп, а зосередимо увагу на їх внеску в загальний показник. Суму вагових коефіцієнтів індикаторів першої, найменш значимої групи, пропонуємо охарактеризувати як стан нестабільності, суму першої та другої груп – як стан загрози стабільності, двох попередніх та третьої – як стан помірної стабільності, значення індикатора вище яких характеризуватиме стабільну банківську систему (рис. 3.24).

№	Показник	Ваги
1.	Частка проблемних кредитів у кредитн. портфелі	0,119
2.	Рентабельність капіталу	0,107
3.	Рентабельність активів	0,106
4.	Ступінь довіри до банківської системи	0,101
5.	Частка стійкої депозитної бази у сукупних зобов'язаннях, за виключенням міжбанк. позик	0,096
6.	Співвідношення капіталу і зобов'язань	0,093
7.	Співвідношення капіталу і активів	0,089
8.	Стійкість до кредитного ризику	0,086
9.	Частка кредитів в іноземній валюті в кредитн. портфелі	0,082
10.	Співвідношення власного капіталу і обсягів запозичень у нерезидентів	0,065
11.	Частка високоліквідних активів у загальних активах	0,033
12.	Оцінка валютного ризику при залученні коштів нерезидентів	0,023

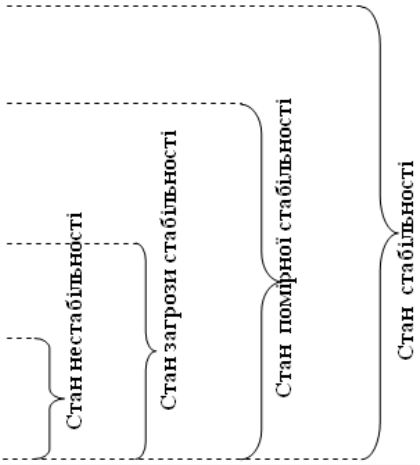

Рисунок 3.24 - Принцип визначення меж стабільності банківської системи

Не прив'язуючись до переліку індикаторів, а розглядаючи будь-які їх комбінаторні поєднання, що в сумі формують певний рівень стабільності, пропонуємо наступну оціночну шкалу:

- 0,000 – 0,121 - стан нестабільності банківської системи;
- 0,122 – 0,378 - стан загрози стабільності;
- 0,379 – 0,667 - стан помірної стабільності;
- 0,668 – 1,000 - стан стабільності банківської системи.

Таким чином, у 2011 р. стан банківської системи України характеризуємо як загрозу стабільності, проте позитивна динаміка у IV кв. 2011 р. дає підстави сподіватися на покращення ситуації у фінансовому секторі країни.

Застосовувати вищеописаний підхід можна окремо і для аналізу стану системно важливих банків з погляду економіки України. При цьому необхідно запроваджувати спеціальне, більш жорстке регулювання системоутворюючих банків, яке, фактично, є м'якшим, ніж до менших за обсягами активів банків. До заходів такого регулювання можна включити посилення вимог до адекватності капіталу, зобов'язавши системоутворюючі банки утримувати регулятивний капітал відносно активів в обсягах, більших за встановлені 10 %. У разі порушення банками такої вимоги доцільно накладати стягнення, отримувачем коштів при цьому визначивши Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

Важливим питанням є корегування підходу до визначення системоутворюючого банку, яким, відповідно до Закону України "Про банки та банківську діяльність" названо банк, зобов'язання якого становлять не менше 10 % сукупних зобов'язань банківської системи. Виходить, що за вищенаведеним критерієм, до переліку системоутвоюючих належить станом на 01.01.2012 лише Приватбанк (14,3 % від сукупних зобов'язань).

3.3.8 Підвищення довіри до банківської системи шляхом гарантування коштів клієнтів

Відповідно до Закону України "Про Національний банк України" головна мета банківського регулювання і нагляду – безпека та фінансова стабільність банківської системи, захист інтересів вкладників і кредиторів [19]. За однією з найбільш відомих теорій, що пояснюють причини та описують поведінку вкладників під час банківської паніки (модель Д. ДаймондаіФ.Дібвіга) визначено, що кращим способом вирішення проблеми є страхування внесків, підтримуване урядом або центральним банком. Якщо вкладники упевнені в тому, що одержать свої гроші назад за рахунок фонду страхування (гарантування) депозитів,то вони не братимуть участі в "набігу" на банк [34].

Тому НБУ варто, скориставшись правом законодавчої ініціативи, сприяти внесенню змін щодо корегування законодавства, яке регулює процедуру формування та використання коштів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО).

Станом на 01.04.2012 особливостями функціонування ФГВФО є наступні:

- максимальний розмір гарантованого відшкодування – 150 тис. грн., що становить близько 800 % до номінального ВВП на душу населення. Для порівняння, це співвідношення в США складає близько 500 %, у Європі – ще менше;

- відшкодування депозитів здійснюється лише в національній валюті;

- регулярні (двічі на рік) внески усіх учасників Фонду складають 0,25 % від загальної суми вкладів, включаючи нараховані за вкладами відсотки.

Щодо строків відшкодування, відмітимо те, що момент настання недоступності вкладів, відповідно до Закону України "Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб" (від 20.09.2001 № 2740-III) розпочинається з дня призначення ліквідатора банку. Цьому передує процедура фінансового оздоровлення банку, тобто обов'язкове призначення в разі виявлення загрози платоспроможності банку Національним банком відповідно до Закону України "Про банки і банківську діяльність" тимчасової адміністрації, строком до 1 року, а для системоутворюючих банків – іще з продовженням до 1 року. Якщо в результаті вищеназваних заходів НБУ дійде висновку про неможливість фінансового оздоровлення банку, то може відкликати ліцензію і призначити ліквідатора.

Після цього протягом 20 днів з часу призначення ліквідатора банку останній надає інформацію до ФГВФО про перелік вкладників. Фонд протягом 1 місяця перевіряє подану інформацію і приймає рішення про відшкодування коштів вкладникам. На відшкодування відводиться до 3 місяців, а у випадку з системоутворюючим банком – до 6 місяців.

Таким чином, найбільш болісним питанням, що знижує позитивний ефект функціонування Фонду при формуванні довіри до банків, є саме строки повернення відшкодувань.

До того ж у наукових колах існують дискусії щодо достатності ресурсів Фонду. Зокрема, І. Д'яконова зазначає, що критерієм достатності коштів ФГВФО має бути спроможність гарантувати депозити при банкрутстві найбільшого банку [211]. Станом на 01.01.2012 фінансові

ресурси Фонду склали 4827,3 млн. грн., що становить близько 7 % від депозитного портфеля фізичних осіб Приватбанку.

Виходячи з цього, вважаємо, що варто ініціювати зміни щодо наступних питань:

- зважаючи на необхідність зниження ризикової поведінки вкладників (вкладання коштів на депозити під високі відсотки, що, значною мірою, є свідченням значної ризиковості управління ними банком), ввести принцип, аналогічний франшизі у страхуванні – відшкодовувати лише певний відсоток від суми вкладу, що не перевищує максимальну гарантовану суму відшкодування;

- необхідним при формуванні фінансових ресурсів ФГВФО є диференціація внесків банків, залежно від рівня ризиковості їх діяльності;

- зниження термінів виплати компенсацій вкладникам;

- впровадити гарантування вкладів також і юридичних осіб, питома вага депозитів яких у депозитному портфелі банківської системи України станом на 01.01.2012 складає 30 %.

Врегулювання вищенаведених питань сприятиме підвищенню довіри до банківської системи, стимулюванню мотивації економічних суб'єктів до заощадження коштів, що сприятиме посиленню стабільності банківської системи України як важливого базису забезпечення стійкого функціонування грошового ринку та фінансового ринку загалом.

Державний вищий навчальний заклад "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"
State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВИСНОВКИ

Світова фінансово-економічна криза, що розгорнулася в 2008 р. внаслідок дисбалансів фінансового сектора, свідчить про недостатню ефективність існуючого грошово-кредитного механізму. Зазначене обумовило важливість дослідження переліку питань щодо особливостей, рушіїв та обмежень застосування монетарних засобів у сприянні пошуку шляхів підвищення ефективності монетарного регулювання макроекономічної динаміки. На основі застосування системного підходу до процесів та явищ визначено, що складовими грошово-кредитного механізму є суб'єкт (центральний банк), об'єкт (грошовий ринок), цілі функціонування (оперативні, тактичні та стратегічні (власне монетарні, загальноекономічні) та комплекс забезпечення його функціонування. ГКМ визначено як сукупність процесів, що виникають при регулюючому впливі ЦБ на грошовий сегмент фінансового ринку за допомогою монетарних засобів для досягнення множини цілей ГКП, що, у підсумку, сприяє сталому економічному зростанню країни.

Грошово-кредитний механізм здійснює опосередкований вплив через фінансовий ринок на сукупний попит, викликаючи зміни макроекономічної динаміки. Остання складається в процесі економічного зростання та циклічних коливань ділової активності господарської системи і описується відповідними макроекономічними показниками (темпи та коефіцієнти зростання номінального і реального ВВП, загального рівня цін (інфляції), рівень безробіття тощо).

Зважаючи на більш тривалу висхідну динаміку, порівняно зі спаданням економічних показників у циклах ділової активності, дія ГКМ є більш ефективною на фазах пожвавлення та піднесення у зв'язку зі значним зовнішнім лагом, обумовленим багатоетапністю монетарного трансмісійного механізму. Саме тому для підвищення ефективності монетарного регулювання важливим є ідентифікація та відстеження сигналів випереджальних індикаторів бізнес-циклів, серед яких в Україні спрацьовують такі показники, як динаміка експорту, індекс ПФТС, індекс споживчих цін (ІСЦ), вартість грошей на міжбанківському ринку та внутрішній кредит.

Для ефективного реагування на зміну випереджальних індикаторів циклічності та досягнення макроекономічної збалансованості доцільним є виявлення найбільш дієвих передавальних каналів у системі монетарного трансмісійного механізму. У країнах з ринками, що формуються, значна роль у трансмісійному механізмі належить

валютному, каналу нерухомості та кредитному каналу, причому останній тісно пов'язаний з явищем раціонування кредиту. Це посилює невизначеність у впливі ГКМ на показники макроекономічної динаміки, що знижує ефективність монетарного регулювання в Україні.

У зв’язку з різним трактуванням науковцями понять "ефективність", "результативність" та "дієвість" визначено авторську позицію на співвідношення між ними. Результативність виступає виразником ступеня досягнення поставленого завдання. Дієвість же є подібною до поняття еластичності за фактором часу (зважаючи на специфіку об’єкта оцінювання), і характеризує швидкість досягнення цілей. Поняття результативності та дієвості включено як складові у термін "ефективність". У дослідженні ефективність функціонування ГКМ визначено через ефективність монетарної політики, що виражається в ступені реалізації множини монетарних цілей з урахуванням витрат часу на їх досягнення. Дієвість ГКП суттєво залежить від ефективності монетарного трансмісійного механізму, що визначає швидкість досягнення поставлених монетарних цілей.

Для комплексного оцінювання ефективності грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки запропоновано науково-методичний підхід, що включає систему принципів (відносно складових монетарного механізму), показників дієвості грошово-кредитної політики як ефективності монетарного трансмісійного механізму та результативності як рівня стабільності національної грошової одиниці, що виступає індикатором стану економіки та визначальним фактором сталого економічного зростання.

На основі аналізу основних принципів та показників ефективності монетарного регулювання визначено чинники, що зумовлюють недостатній рівень його ефективності. Дослідження принципів ефективності ГКП в Україні засвідчило наявність недоліків складових комплексу забезпечення ГКМ (прогалини правового забезпечення, що допускають випадки фіскального домінування, неоднозначність юридичного статусу Основних засад ГКП, що послаблює відповідальність за невиконання декларованих монетарних заходів; недостатній рівень захисту платіжних карток, що виражає слабкі сторони програмно-технічного забезпечення тощо) та недоліків у діяльності НБУ (відсутність комплексного підходу до здійснення комунікацій НБУ, недостатня передбачуваність монетарних заходів, що посилюється випадками застосування адміністративних методів регулювання; недостатній рівень транспарентності, що призводить до зниження довіри до ЦБ та збурень очікувань економічних суб’єктів).

Результати аналізу дієвості трансмісійного механізму в Україні засвідчили, що ставка рефінансування має здатність викликати адекватну реакцію ставки міжбанківського ринку, проте вплив останньої на ринкові ставки є обмеженим. Вищенаведене, поряд зі значною волатильністю ставок міжбанківського ринку, формує певну неоднозначність монетарної трансмісії через процентні ставки НБУ, знижуючи ефективність дії ГКМ на економічну динаміку. Недостатній рівень насичення економіки грошима у 2009-2011 роках свідчить про недоліки монетарної трансмісії, причини яких, значною мірою, криються в недостатній стабільності фінансового сектора.

Оцінку результативності монетарного регулювання як підсумкової характеристики у ефективності ГКП у впливі на макроекономічну динаміку здійснено на основі показника стабільності національної валюти, що являє собою агрегування скорегованих на відповідні вагові коефіцієнти показників стабільності цін та валютного курсу, які виступають індикаторами стану економіки та суттєвою передумовою забезпечення сталого економічного зростання. Проведене дослідження засвідчило високий рівень ефективності ГКП в Україні у 2011 р.

У результаті проведення SWOT-аналізу функціонування ГКМ окреслено найбільш гострі проблеми в даній сфері та визначено основні напрями подальшого вдосконалення монетарного регулювання макроекономічної динаміки. До них віднесено такі: економіко-правова регламентація принципів та критеріїв застосування монетарних інструментів при різних сценаріях розвитку ділової активності, що сприятиме передбачуваності ГКП та зменшенню ризику політичного втручання у діяльність ЦБ; вироблення основ загального підходу до комунікаційної політики НБУ як важливого засобу формування очікувань економічних суб'єктів; розширення горизонту планування оголошуваних в Основних засадах ГКП монетарних заходів; визначення відповідальності НБУ за рівень виконання монетарних цілей; у системі макропруденційного нагляду - комплексний аналіз стану, ризиків та загроз стабільного функціонування банківської системи як суттєвої ланки монетарного трансмісійного механізму, що визначає ефективність грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Баліцька В. В. Механізми монетарного регулювання: оцінка впливу на господарську діяльність та формування капіталу підприємств України / В. В. Баліцька // Економіка, фінанси, право. – 2008. – № 6. – С. 12-19.

2. Островська Н. С. Грошово-кредитна політика в умовах ринкових трансформацій в Україні : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.04.08 "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Островська Наталія Степанівна. – Ірпінь, 2005. – 18 с.

3. Гальчинський А. Теорія грошей : навч. посіб. / А. Гальчинський. – К. : Основи, 1996. – 413 с. – ISBN 966-500-020-9.

4. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття друга. Розвиток і оптимізація механізмів та інструментів монетарної політики / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2010. - № 2 (168). – С. 10-15.

5. Большая энциклопедия : в 62 т. / ред. С. А. Кондратов. – М. : Терра, 2006. Т. 29: Меланж – Митотический аппарат – 2006. – 592 с. - ISBN 5-273-00432-2.

6. Тлумачний словник української мови : словник за ред. В. С. Калашника. – Х. : Прапор, 2004. – 992 с.

7. Великий тлумачний словник української мови : словник за ред. Т.В. Ковальова. – Х. : Фоліо, 2005. – 767 с. - ISBN: 966-03-2698-Х.

8. Основи інформаційних систем : навч. посіб. / [Ситник В. Ф., Писаревська Т. А., Єрьоміна Н. В., Краєва О. С.] ; Мін-во освіти і науки України, Київський нац. економ. ун-т. – 2-ге вид. – К.: КНЕУ, 2001. – 420 с.

9. Ільченко-Сюйва Л. В. Державний механізм монетарної політики України в контексті Європейської інтеграції : автореф. дис. канд. наук з держ. упр. : спец. 25.00.02 "Механізми державного управління" / Ільченко-Сюйва Леся Василівна. – К., 2005. – 211 с.

10. Лютий І. Теоретичні засади та особливості механізму грошово-кредитної політики в Україні / І. Лютий // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – № 1(8). – С. 6-8.

11. Процик Т. В. Грошово-кредитні засоби регулювання національної економіки : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.00.08 "Гроші, фінанси і кредит" / Процик Тетяна Вікторівна. – Суми, 2008. – 207 с.

12. Сліпченко Т. Монетарний механізм макроекономічної координації економічного зростання / Т. Сліпченко // Вісник Тернопільської академії народного господарства. - 2005. - № 4. - С. 77-85.

13. Макроэкономика : учебник / В. М. Гальперин [и др.]. - 2-е изд., перераб. и доп. - СПб. : СПбГУЭФ, 1997. - 719 с. - ISBN 5-7310-0766-7.

14. Микроэкономика. Макроэкономика : В 2-х т. Т.1 / Г. П. Овчинников; СПбГУ, Республиканский гуманитарный ин-т. - СПб. : Изд-во Михайлова В.А., 1997. - 752. - ISBN 5-8016-0006-X.

15. McConnell C. Economics: principles, problems, and policies / C. McConnell. –10 ed. – New York : McGraw-Hill,Inc., 1987. – 968 p. – ISBN 0-07-044958-9.

16. Панчишин С. Макроекономіка : навч. посібник / С. Панчишин. – К. : Либідь, 2002. – 616 с.

17. Ющенко В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні / В. Ющенко, В. Лисицький. – К. : Скарби, 1998. – 288 с.

18. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. - № 5. – С. 12-16.

19. Про Національний банк України : закон України від 9 липня 2010 р. № 2478-VI [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/B_zakon/law_NBU.pdf.

20. Савченко А. Г. Макроекономічна політика : навч. посіб. / А.Г. Савченко. – К. : КНЕУ, 2001. – 166 с.

21. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика / Б. П. Адамик. - Тернопіль : Карт-бланш, 2007. - 393 с.

22. Савченко Т. Г. Грошовий ринок: сутність, структура та інструменти / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2011. – Вип. 31. - С. 257-266.

23. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія / І. О. Школьник. – Суми: Мрія-1 ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с., с. 44-45.

24. Буднік М. Фінансовий ринок : навч. посіб. / М. Буднік, Л. Мартюшева, Н. Сабліна. – Х. : ХНЕУ, 2007. – 432 с. - ISBN 978-966-676-232-3.

25. Вовчак О. Д. Платіжні системи : навч. посіб. / О. Д. Вовчак, Г. Є. Шпаргало, Т. Я. Андрейків. – К. : Знання, 2008. – 341 с. - ISBN 978-966-346-584-5.

26. Пиріг С. О. Платіжні системи : навч. посіб. / С. О. Пиріг – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 240 с.

27. Грошово-кредитна політика в Україні / Стельмах В. С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н. І., Міщенко В. І. – К : Знання, КОО, 2000 – 305 с. - ISBN 966-620-058-9.

28. Мишкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. з англ.. / Ф. Мишкін. – К. : Основи, 1998. – 963 с. – ISBN 966-500-150-7.

29. Гроші та кредит / [Савлук М. І., Мороз А. М., Пуховкіна М. Ф. та ін.]; за ред. М. І. Савлука. – [3-тє вид., перероб. і доп.]. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с. - ISBN 966-574-369-4.

30. Дорнбуш Р. Макроэкономика / Р. Дорнбуш, С. Фишер; пер. с англ. – ИНФРА-М, 1997. – 784 с.

31. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки [Текст] : монографія / за заг. ред. д-ра екон. наук Л. В. Кривенко; [Л. В. Кривенко, О. М. Дутченко, М. І. Синюченко та ін.]. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2010. – 210 с. ISBN 978-966-8958-57-1.

32. Гроші та кредит : підручник / за ред. Б. С. Івасіва. – К. : КНЕУ, 1999. – 404 с.

33. Ротбард М. Государство и деньги: как государство завладело денежной системой общества [Электронный ресурс] / М. Ротбард. – Режим доступа: http://lib.rus.ec/b/148881/read#t28.

34. Банківська енциклопедія / С. Г. Арбузов, Ю. В. Колобов, В. І. Міщенко, С. В. Науменкова. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України : Знання , 2011. – 504 с. – (Інституційні засади розвитку банківської системи України). - ISBN 978-966-346-923-2.

35. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави : монографія / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка та ін. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2008. – 108 с. - ISBN 978-966-8958-24-3.

36. Коваленко В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика: навч. посіб. / В. В. Коваленко; ДВНЗ "УАБС НБУ". – К. : Знання України, 2006. – 332 с. - ISBN 966-316-112-4.

37. Гроші та кредит : навчальний посібник / І. М. Михайлівська, К. Л. Ларіонова. - Львів : Новий Світ-2000, 2007. - 432 с. - ISBN 966-7827-99-2 , ст.. 334.

38. Гроші та кредит : підручник / А. І. Щетинін ; Мін-во освіти і науки України. - К. : ЦНЛ, 2005. - 430 с. - ISBN 966-364-097-9.

39. Бурлачков В. Теоретичні основи грошово-кредитної політики / В. Бурлачков // Економіка України. – 2009. - № 2(567). – С. 49-59.

40. Современный философский словарь / ред. В. Е. Кемеров : 2-е изд., испр. и доп. - Лондон-М.: ПАНПРИНТ, 1998. - 1064 с. - ISBN 3-932173-35-X.

41. Философский словарь. - К. : А.С.К., 2006. - 1056 с. - (Новые словари). - ISBN966-539-429-0.

42. Попрозман Н. В. Моделі та види економічного зростання у перехідний період / Н. В. Попрозман // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 5. – С. 39-42.

43. Макконнелл Р. Макроекономіка / Р. Макконнелл, Л. Брю. – Львів : Просвіта, 1997. – 671 с.

44. Погореленко Н. П. Економічне зростання: макроекономічні передумови та концептуальні основи фінансової стратегії / Н. П. Погореленко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ). – 2008. - № 3. – С. 25-29

45. Самуельсон П. Макроекономіка / П. Самуельсон, В. Нордгауз. – К. : Основи, 1995. – 298 с.

46. Теория статистики : учебн. / под ред. Р. А. Шмойловой. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 464 с. - ISBN 5-279-01479-6.

47. Классики кейнсианства : В 2-х т. Т. 1 К теории экономической динамики / Р. Харрод; Экономические циклы и национальный доход. Ч. 1-2 / Э. Хансен / А. Г. Худокормов. – М. : Экономика, 1997. – 416 с. – (Экономическое наследие). – ISBN 5-282-01822-5.

48. Макконел К. Р. Аналітична економія: принципи, проблеми і політика: пер. з англ., Ч. 1 : Макроекономіка / К. Р. Макконел, С. Л. Брю. – Львів: Просвіта, 1997. – 986 с.

49. Шостак Л. Механізм ініціювання економічного зростання держав постпланової економіки / Л. Шостак // Економіка України. – 2001. – № 11. – С. 50-56.

50. Nelson C. R. Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications / C.R. Nelson, C.I. Plosser // Journal of Monetary Economics. – 1982. – № 10. – P.139-162.

51. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. 2 Экономические циклы и национальный доход: Ч. 3-4 / Э. Хансен / А. Г. Худокормов. – М. : Экономика, 1997. – 431 с. – (Экономическое наследие). – ISBN 5-282-01823-3.

52 Mitchel W. Business Cycles / W. Mitchel. – California : University of California Press, 1913. – 453 p.

53. Clark J. M. Strategic Factors in Business Cycles [Electronic recourse] / J. M. Clark. – Access point : http://www.nber.org/books/clar34-1.

54. Frish R. Propagation Problems and Impulse Problems in Dinamic, Economics [Electronic recourse] / R. Frish. – Access point : http://www.frisch. uio.n/Frisch_Website/PPIP.pdf.

55. Милль Дж. С. Основания политической экономии с некоторыми применениями к общественной философии / Дж. С. Милль; пер. Е. И. Остроградской, под ред. О. И. Остроградского. - К. ; Харьков : Изд-во Ф. А. Иогансона, 1896.- 584 с.

56. Науменкова С. Проблеми підтримки фінансового сектору в умовах світової кризи / С. Науменкова // Вісник Національного банку України. – 2009. - № 6 (160). – С. 12-18.

57. Барановський О. Антикризові заходи урядів і центральних банків зарубіжних країн / О. Барановський // Вісник Національного банку України. – 2009. - № 4 (158). – С. 8-19.

58. Лагутін В. Д. Координація монетарної та бюджетної політики: інституціональний аспект / В. Д. Лагутін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Суми : Мрія-1, УАБС, 2004. – Т. 11. – 382 с. – ISBN 966-566-243-0.

59. Bernanke B. S. Inflation Targeting : Lessons from the International Experience [Electronicrecourse] / B. S. Bernanke, T. Laubach, F. S. Mishkin, A. Posen. – Access point: http://books.google.com/ books/princeton?id=MryLRLgkj GQC&pg=PA10&source=gbs_toc_r&cad= 2#v=onepage&q&f=false.

60. Сио К. К. Управленческая экономика : учебник : пер. с англ . – [7-е изд.] / К. К. Сио. - М. : Инфра-М, 2000. – 670 с. -ISBN: 5-86225-724-1.

61. Nilsson R. Composite Leading Indicators and Growth Cycles in Major OECD Non-Member Economies and recently new OECD Members Countries [Electronic resource] / R. Nilsson, OECD. – Access point:

http://www.oecd-library.org/docserver/download/fulltext/5l4jbgm7cz8q.pdf?expires=1299155788&id=0000&accname=guest&checksum=A745B098F7032F926E95E330829375BF.

62. Ширмер Я. Композитні випереджальні показники для України: модель раннього попередження / Я. Ширмер, В. Дубровський, І. Голоднюк // Центр соціально-економічних досліджень Case. – 2009 р. – 59 с.

63. Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности [Электронный ресурс] / [Дробышевский С. М. (рук. авт. коллектива) и др.] – М. : ИЭПП, 2006. – 305 с. – Режим доступа: http://www.iet.ru/ru/nekotorye-pod-ody-k-razrabotke-sistemy-indikatorov-monitoringa-finansovoi-stabilnosti-nauchnye-trudy-103.html.

64. Hardy D. Learning indicators of banking crises : Was Asia different? [Electronic resource] / D. Hardy, C. Pazarbasioglu. – Access point :http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9891.pdf

65. Kaminsky G. The leading indicators of currency crises [Text] / G. Kaminsky, Lizondo S., C. Reinhart // IMF Staff Paper. – 1998. –Vol. 45 (March). – P. 1–48.

66. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности, сентябрь 2011 года [Электронный ресурс] / С. Э. Опперс, Р. Агарвал и др. – Режим доступа : http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/pressr.pdf.

67. Козюк В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : навч. посібник для вузів / В. В. Козюк. - Тернопіль : Джура, 1999. - 269 с.

68. Національний банк і грошово-кредитна політика : підручник / за ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. - К. : КНЕУ, 1999. - 368 с.

69 Маневич В. Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики / В. Маневич // Вопросы экономики. – 2009. – № 3. -С. 70-80.

70. Mishkin F. S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy / F. S. Mishkin // WorkingPaper. – 2001. – № 8617. – 21 p.

71. Mishkin Fr. S. Housing and the Monetary Transmission Mechanism [Electronic resource] / Fr. S. Mishkin. – Access point : http://www.federalreserve.gov /Pubs/feds/2007/200740/200740pap.pdf.

72 Bernanke B. Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations / B. Bernanke, M. Gerlter // AmericanEconomicReview. - Vol 79 - № 1 (March). - P. 14.

73. Modigliani F. The Life Cicle Hipothesis of Saving: Aggrigate implications and Tests / F. Modigliani, A. Ando // American Economic Review. - № 3 (53) – 1963. - P. 55.

74. Tobin J. Monetary policies and economy: the transmission mechanism / J. Tobin // Southern Economic Journal. - 1978. - № 44. - P. 421-431.

75. Унковська Т.Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання / Т. Є. Унковська // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 2. – С. 89-100.

76. Погореленко Н. Формування системи монетарного передавального механізму через канал процентних ставок для забезпечення реального економічного зростання / Н. Погореленко, О. Онищенко // Коммунальное хозяйство городов : научно-технический сборник. – 2007. - № 77. – С. 395-404.

77. Корчагин О. Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / О. Корчагин // Банковский вестник. – 2004. – № 11. – С. 40–44.

78. Крючкова И. П. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в российской экономике / И. П. Крючкова, М. Ю. Сапьян // Банковское дело. – 2003. – № 9. – С. 6-10.

79. Каллаур П. В. Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Республики Беларусь / П. В. Каллаур, В. Н. Комкор // Белорусский экономический журнал. – 2005. – № 3. – С. 4-16.

80. Бурлачок В. Теоретичні основи грошово-кредитної політики та світова фінансова криза / В. Бурлачок // Економіка України. - 2009. – № 2 (567). – 49-59 с.

81. Монетарна політика Національного банку України : сучасний стан та перспективи змін: монографія / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с. - ISBN 978-966-484-044-3.

82. Лепушинський В. О. Науково-методичні основи оцінки результативності грошово-кредитної політики в Україні : автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.08 "Гроші, фінанси і кредит" / Лепушинський Володимир Олександрович; УАБС НБУ. – Суми, 2010. – 20 с. – укр.

83. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.

Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України"
State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine"

84. Макаренко М. Раціональні очікування у сучасних моделях монетарної стабілізації цін / М. Макаренко // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1(12). – С. 20-23.

85. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: науково-аналітичні матеріали, вип. 9 / В. Міщенко, О. Петрик, А. Сомик, Р. Лисенко та ін. – К. : Національний банк України; Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.

86. Taylor J. B. The Monetary transmission mechanism: An empirical Framework / J. B. Taylor // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9. – P. 11-26.

87. Моисеев С. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С. Моисеев // Финансы и кредит. – № 18. – 2002. – С. 38-45.

88. Mishkin F. S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy / F.S. Mishkin // Working Paper. – 2001. – № 8617. – 21 p.

89. Корищенко К. Н. Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы / К. Н. Корищенко // Экономические науки. – 2005. – № 2. – С. 7-25.

90. Taylor J. B. Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation [Electronic recourse] / J. B. Taylor. – Access point : http://www.stanford.edu/~johntayl/MacroPolicy World.htm.

91. Stiglitz J. Credit Rationing in the Markets with Imperfect Information / J. Stiglitz, A. Weiss // The American Economic Review. – 1981. – Vol. 71. – № 3. – P. 393-410.

92. Fazzari S. M. Financing Constraints and Corporate Investment / S. M. Fazzari, R. G. Hubbard, B. C. Petersen // Brooking Paperson Economic Activity. - 1988. - № 1. –P. 141-195.

93. Marshall A. Principles of Economics [Electronic resource] / A. Marshall. – Access point: http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html.

94. Els P. Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us? [Electronic recourse] / P. Els, A. Locarno, J. Morgan, J. Villetelle – Access point: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td01/td433_01/td433/tema_433_01.pdf.

95. Конурбаева Б. М. Модель трансмиссионного механизма Казахстана // Экономическое обозрение. Казахстан. – 2005. – № 4. – С. 220-232.

96. Міщенко В. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. Міщенко, А. Сомик, Р. Лисенко.- К. : Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010. – 96 с.

97. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку / А. Яценюк // Вісник НБУ. – 2004. – № 11. – С. 4-9.

98. Agenor P. Excess Liquidity, Bank Pricing Rule, and Monetary Policy / P. Agenor, K. Aynaoui // Journal of Banking and Finance. – 2010. - № 34. – P. 923-933.

99. Іванов В. М. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн : курс лекцій / В. М. Іванов, І. Я. Софіщенко. – К. : МАУП, 2001. – 232 с. – ISBN 966-608-076-1.

100. Большая энциклопедия : в 62 т. / ред. С. А. Кондратов. - М. : Терра, 2006. - Т. 61 : Эрш – Z. – 592 с.

101. Економічна енциклопедія : в 3 т. / ред. С. В. Мочерний; НАН України. – К. : Академія ; Тернопіль : Академія, 2000. - Т. 1 : А-К. – 864 с. - ISBN 966-580-077-9.

102. Большая советская энциклопедия: в 30 т. / ред. А. М. Прохоров. М.: Советская энциклопедия, 1978. -Т. 29 : Экслибрис – яя. – 631 с.

103. Управление организацией : энцикл. слов. - М. : ИНФРА-М, 2001. – 822 с.

104. Циганов С. А. Шляхи підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання економіки / С. А. Циганов // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С. 17.

105. Половньов Ю. О. Досвід країн, які запровадили режим інфляційного таргетування / Ю. О. Половньов / Інфляційне таргетування: основи запровадження та виконання умов. Матеріали семінару. – К. : Навчальний центр НБУ. – 2006.

106. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін. – К. : КНЕУ. 2005. – 403 с.

107. Крушельницька Т. Деякі аспекти моніторингу діяльності органів державної влади щодо співпраці з інститутами громадянського суспільства / Т. Крушельницька, Є. Ралдугін // Вісник Національної академії державного управління при Президенті України. – 2009. - № 1. – С. 251-256.

108. Wojtyna A. Controversies around effectiveness of monetary policy / A. Wojtyna // Bank and credit. – Narodowy Bank Polski. – 2000.– № 7/8. – P. 10-14.

109. Друкер П. Задачи менеджмента в XXI веке // П. Друкер. – М. : Вильямс, 2003. – 272 с.

110. Трунин П. В. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы / Трунин П. В., Князев Д. А., Сатдаров А. М.. - М. : ИЭПП, 2010. - 76 с. - ISBN 978-5-93255-284-1.

111. Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility and Independence : Theory and Evidence / A. Cukierman. – Cambridge, Mass : MITPress, 1992. – 114 p.

112. Міщенко В. Підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні / В. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2010. - № 8 (174). – С. 4-9.

113. Дідківська Т. В. Особливості суверенітету монетарної політики в умовах глобалізації / Т. В. Дідківська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. - С. 91-102.

114. Руденко З. М. Основні принципи ефективного грошово-кредитного регулювання економіки держави / З. М. Руденко // Регіональна економіка. – 2008. – № 1. – С. 152-159.

115. The monetary policy of the ECB / European Central Bank. – Francfurt am Main : ECB – 2004. - 126 p. - ISBN 92-9181-479-2.

116. Issuing O. The eurosystem: Transperent and accountable, or "Willen in Euroland" // Journal of Common Market Studies. – 1999. - № 37. – P. 503-519.

117. Reforming the International Financial System: The Middle Way // Bank of England. – Access point : http://www.bankofengland.co.uk /publications/news/1999/070.htm.

118. King M. Monetary Theory: Policy in Practice: address to the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association / M. King. Boston. – Access point: http://www.bankofengland. co.uk/publications/speeches/2000/speech67.htm.

119. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / за ред. А. І. Даниленка. – К. : Ін-т екон. та прогнозування, 2007. – 400 с. - ISBN 978-966-02-4362-0.

120. Blinder A. S. Central Bank Communication and Monetary Policy. A Survey of Theory and Evidence / A. S. Blinder, M. Ehrmann, M.

Fratzscher, J. Haan, D.-J. Jansen // Working Paper Series. – 2008. - № 898 (May). – 55 p.

121. Jansen David-Jan Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate / D.-J. Jansen, J. De Haan // Journal of International Money and Finance. – 2005. - 24(2). – P. 343-361.

122. Ehrmann M. Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness? / M. Ehrmann, M. Fratzscher // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2007. – № 39. – P.509-541.

123. Berger H. Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication [Electronic recourse] / H. Berger, H. Jakob, J.-E.Sturm. – Access point: http://www.kof.ethz.ch/publications/science /pdf/wp_125.pdf.

124. Макаренко М. І. Формування передумов переходу до інфляційного таргетування в Україні. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.): У 2-х т. – Т. 2. – Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2007. – С.17-18.

125. Ларионова И. В. Реогранизация коммерческих банков / И. В. Ларионова. – М. : Финансы и статистика, 2001. – С. 34-36.

126. Кривенко Л. В. Методичні підходи до визначення оцінки фінансової стійкості банківської системи / Л. В. Кривенко, О. В. Лук'янець // Вісник Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ). – 2008. – № 3. – С. 108-111.

127. Юданова А. Ю. Секреты финансовой устойчивости международных монополий / А. Ю. Юданова. – М.: Финансы и статистика. – 1991. – С. 73.

128. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : автореф. дис. д-ра екон. наук : спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Барановський Олександр Іванович. – К., 2000. – 36 с.

129. Барановський О. Стійкість банківської системи України / О. Барановський // Фінанси України. – 2007. – № 9 (142). – С. 75-88.

130. Герасимова Е. Б. Феноменология анализа финансовой устойчивости кредитной организации / Е. Б. Герасимова. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 392 с.

131. Зінченко В. Сутність і поняття стійкості банківської системи / В. Зінченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2(23). – С. 83-87.

132. Фетисов Г. Г. Устойчивость банковской системы и методология ее оценки / Г. Г. Фетисов – М. : Экономика, 2003. – 497 с.

133. Міщенко С. Критерії та показники оцінки стабільності функціонування фінансового сектору / С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 9 (149). – С. 36-45.

134. Міщенко В. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду / В. Міщенко, А. Крилова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 3(181). – С. 12-15.

135. Monetary Policy and Financial Stability [Electronic recourse] / The Oesterreichische National bank. – Access point : http://www.oenb.at/en/geldp_volksw/geldpolitik/finanzmarktstab/monetary_policy_and_financial_stability.jsp.

136. Financial stability [Electronic recourse] / Norges Bank. – Access point : http://www.norges-bank.no/en/financial-stability

137. Financial Stability Report [Electronic recourse] / Swiss National Bank. – Access point: http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank /Kat_publicerat/Rapporter/2010/the_riksbank_and_financial_stability_2010.pdf.

138. Financial stability [Electronic recourse] / The Czech National Bank. - Access point : http://www.cnb.cz/en/financial_stability.

139. Гриценко А. А. Проблема забезпечення стабільності грошової одиниці України / А. А. Гриценко // Фінанси України. – 2007. - № 9 (142). – С. 88-97.

140. Туган-Барановский М. И. Промышленные кризисы. Очерк из социальной истории Англии / М. И. Туган-Барановский. – К. : Наукова думка, 2004 – 367 с.

141. Fischer S. Modern Hyper- and High Inflations / S. Fischer, R. Sahay, C. Vegh // IMF Working Paper. – 2002. - WP/02/197. – P. 42.

142. Савлук М. Грошово-кредитна політика Національного банку України та оцінка її ефективності / М. Савлук // Вісник Національного банку України. – 1999. - № 4. – С. 3-7.

143. Uchendu O. A. Inflation targeting: a Monetary Policy Management Framework for the attainment of price stability in Nigeria / O. A. Uchendu // CBN Economic and Financial Review. - Vol. 38. – P. 1-16.

144. Засорина И. Л. К вопросу об использовании прямого инфляционного таргетирования / И. Л. Засорина, И. П. Крючкова // Деньги и кредит. – 2001. - № 5. – С. 58-63.

145. Greenspan A. Opening Remarks, in Achieving Price Stability [Electronic resource] / A. Greenspan. – 1996. – Access point : http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/1996/pdf/s96green.pdf.

146. Шаринська О. Є. Цінова стабільність: сутність та місце у системі цілей грошово-кредитної політки / О. Є. Шаринська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми: Мрія-1, ДВНЗ "УАБС НБУ", 2005. - Т. 13– 270 с.

147. Khan M. Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth / M. Khan, A. Senhadji // IMF Working Paper. – 2002. - WP/00/110.

148. Grosh A. Inflation, Disinflation, and Growth / A.Grosh, S. Phillips // IMF Working Paper. – 1998. –WP/98/68.

149. Cristoffersen P. From Inflation to Growth: Eight Years of Transition / P. Cristoffersen, P. Doyle// IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/99.

150. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? : World Economic Outlook [Electronic recourse] // International Monetary Fund. – Access point: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf /c3.pdf.

151. Макаренко М. І. Бюджетно-монетарне регулювання цін у перехідній економіці України / М. І. Макаренко. – К. : Знання України, 2002. – 304 с.

152. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік [Електронний ресурс] / Національний банк України. - Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2002.pdf.

153. Про платіжні системи та переказ коштів в Україні : Закон України за станом на 04.11.2010 [Електронний ресурс] // Верховна рада України. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2346-14&p=1155153218231268.

154. Ющенко В. А. Платіжні системи / В. А. Ющенко, А. С. Савченко, С. Л. Цокол та ін.; Національний банк України. – К. : Либідь, 1998. – 416 с.- ISBN 966-06-0052-6.

155. Загальні показники розвитку ринку платіжних карток в Україні [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Pl_syst/Charge_card.htm#.

156. Індикатори фінансової стійкості // Бюлетень НБУ. - Національний банк України. - 2012. - № 7/2012 (232) – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=119315.

157. Лук'яненко І. Г. Сучасні економетричні методи у фінансах: навч. посіб. / І. Г. Лук'яненко, Ю. О. Городніченко. – К. : Література ЛТД, 2002. – 352 с. - ISBN 966-7543-29-3.

158. НБУ в 2011 р. планує зберегти однозначне число інфляції [Електронний ресурс] // Главред. - Режим доступу: http://ua.glavred. info/archive/2011/01/26/125649-12.html.

159. Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава : програма економічних реформ на 2010–2014 роки [Електронний ресурс] // Комітет з економічних реформ при Президентові України. – Режим доступу: http://www.president.gov.ua /docs/Programa_reform_FINAL_1.pdf.

160. Литвинов О. О. Вплив економічної конвергенції на цінову стабільність в Україні // О. О. Литвинов. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/ portal/Soc_Gum/VUABS/2011_2/31_01_06.pdf.

161. Гринспен А. Эпоха потрясений: проблемы и перспективы мировой финансовой системы / Алан Гринспен. – 3-е изд., пер. с англ. – М. : Сколково, 2010. – 551 с.

162. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Джозеф Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.

163. Макаренко М. Дослідження інфляційних чинників в Україні / М. Макаренко, К. Жулінська // Банківська справа. - 2011. - № 3. – С. 3-10.

164. Чиркова Е. В. Анатомия финансового пузыря / Елена Чиркова. – М. : Кейс, 2010. – 416 с.

165. Posen A. Monetary Policy, Bubbles, and the Knowledge Problem / Adam S. Posen // Cato Journal. – 2011. - Vol. 31. - No. 3. – P.461-471.

166. Kindleberger C. A History of Financial Crises / C. Kindleberger, R. Aliber. – Wiley, 2005. - 368 p.

167. Кораблін С. Криза жанру / С. Кораблін // Дзеркало тижня. – 2012. - № 15. – С. 7.

168. Grauwe P. The Return of Keynes / P. Grauwe // International Finance. – 2010. – № 13:1. - P. 157-163.

169. Svensson E. Inflation targeting after the financial crisis [Electronic resource] / E. Svensson // BIS Review. – 2010. – № 16. - Access point : http://www.bis.org/review/r100216d.pdf.

170. Woodford M. Inflation Targeting and Financial Stability: a presentation at the conference "The Future of Monetary Policy" [Electronic resource] / M. Woodford. – Rome. – 2010. - September 30. - Access point : http://www.columbia.edu/~mw2230/ITFinStab.pdf.

171. Indicators Data [Electronic resource] // World Bank Group. - Access point : http://data.worldbank.org/indicator.

172. IMF Data Base [Electronic resource] // International Monetary Fund. - Access point: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/ 2011/02/weodata /WEOSep2011all.xls.

173. Roger S. Inflation Targeting Turns 20 / Scott Roger // FINANCE & DEVELOPMENT. – 2010. - Vol. 47. - №. 1. – P. 46-51.

174. Талеб Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости / Н. Талеб., пер. с англ. - М. : КоЛмбри, 2009. - 526 с.

175. Blanchard O. The Future of Macroeconomic Policy: Nine Tentative Conclusions [Electronic resource] / O. Blanchard. - Access point : http://blog-imfdirect.imf.org/2011/03/13/future-of-macroeconomic-policy/.

176. Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні у 1994-2000 роках / В. Шевчук // Вісник НБУ. - 2001. – № 1. - С. 12-15.

177. Piontkivsky R. The Impact of the Budget Deficit in Ukraine / R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, T. Sytnyk // Research report commissioned by INTAS, International Center for Policy Studies (ICPS). – 2001.

178. Lissovolik B. Determinants of Inflation in a Transition Economy: the Case of Ukraine / B. Lissovolik // Working Papers, IMF. – 2003. - № 03/126. – 36 p.

179. Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні / А. Шаповалов // Вісник Національного банку України. – 2007. - № 12. – С. 3-7.

180. Литвицький В. Реінфляція-2007 / В. Литвицький // Вісник Національного банку України. - № 2. – 2008. – С. 2-9.

181. Туманова Е. А. Макроэкономика. Элементы продвинутого подхода: учебник / Е. А. Туманова, Н. Л. Шагас. - М.: ИНФРА-М, 2004. - 400 с. - ISBN 5-16-001864-6.

182. Щербак А. Як приборкати інфляцію в Україні / А. Щербак // Економіст. – 2008. - № 9. – С. 43-45.

183. Петрик О. Прогнозування інфляції / О. Петрик, Ю. Половньов // Вісник Національного банку України. – 2000. - № 12. – С. 7-10.

184. Макаренко М. Модифікація інфляційних ризиків в умовах глобалізації / М. Макаренко, В. Осецький // Банківська справа. – 2006. - № 3. – С. 39-46.

185. Сакс Д. Макроэкономика. Глобальный подход : пер. с англ. / Д. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен. - М. : Дело, 1996. - 848 с.

186. Макаренко М. І. Удосконалення практики визначення та застосування показника інфляції в монетарній політиці // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Суми : Мрія-1 ЛТД, ДВНЗ "УАБС НБУ", 2005. - Т.12. - С.16-24.

187. Споживчі настрої [Електронний ресурс] / Міжнародного центру перспективних досліджень GfK Ukraine. – Режим доступу : http://www.icps.com.ua/publications/cc.html.

188. Burstein A. Inflation and output dynamics with state-dependent pricing decisions // Journal of Monetary Economics. – 2006. – Vol. 53. – Issue 7. – P. 239-252.

189. Lean Russia: Sustaining economic growth through improved productivity [Electronic resource] // McKinsey Company. – Access point : http://www.mckinsey.com/mgi/publications/lean_russia/.

190. Catao L. Fiscal Deficits and Inflation / L. Catao, M. Terrones // IMF Working Paper. – 2003. - № 65. – 34 p.

191. Головні результати дослідження очікувань підприємств України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Publication/research.htm.

192. Про схвалення основних прогнозних макропоказників економічного і соціального розвитку України на 2011 рік : Постанова Кабінету Міністрів України від 11 серпня 2010 р. № 701 [Електронний ресурс] / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=701-2010-%EF.

193. Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2012 рік та основних макропоказників економічного і соціального розвитку України на 2013 і 2014 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 31 серпня 2011 р. № 908 [Електронний ресурс] / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=105325.

194. Положення про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням:

затверджено рішенням Ради Національного банку України від 7 липня 2006 року № 13 [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/RADA_NBU/resolution_13_07072006_OsnovZasad.pdf.

195. Чи зміниться політика Нацбанку з приходом нового голови? [Електронний ресурс] // Радіо "Свобода". – Режим доступу: http://www.radiosvoboda.org/content/article/2257542.html.

196. Заруба Ю. Особливості інформаційної взаємодії центрального банку з цільовими аудиторіями у кризових ситуаціях / Ю. Заруба // Вісник Національного банку України. – 2010. - № 10 (176). – С. 33-39.

197. Щербакова О. Перспективи грошово-кредитної політики на етапі посткризового відновлення економіки України / О. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2011. - № 8 (186). – С. 4-8.

198. Гальчинський А. Треба усвідомити безперспективність політики стимулювання експорту за рахунок заниженого курсу гривні [Електронний ресурс] / А. Гальчинський. – Режим доступу: http://www.dt.ua /newspaper/articles/74236#.

199. НБУ в 2011 р. планує зберегти однозначне число інфляції [Електронний ресурс] // Главред. - Режим доступу: http://ua.glavred.info /archive/2011/01/26/125649-12.html.

200. Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава : програма економічних реформ на 2010–2014 роки [Електронний ресурс] // Комітет з економічних реформ при Президентові України. – Режим доступу: http://www.president.gov.ua /docs/Programa_reform_FINAL_1.pdf.

201. Петрик О. Визначення оптимального рівня інфляції в Україні / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. - 2007. - № 6 (136). – С. 10-22.

202. Моисеев С. Роль коридора процентных ставокцентрального банка в управлении банковской ликвидностью / С. Моисеев // Банковское дело. – 2008. – № 2. – С.15-19.

203. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи: інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. В. І. Міщенка, О. І. Кірєєва, М. М. Шаповалової. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97 с.

204. Погостинская Н. Н. Системный анализ финансовой отчетности / Н. Н. Погостинская, Ю. А. Погостинский. – СПб. : Издательство Маслова В. А., 1999. – 96 с.

205. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України / В. Шевчук. – Львів : Каменяр, 2001. – 495 с.

206. Пілявський А. Ефективність діяльності української банківської системи (2005-2009 рр.). Методологія аналізу фронтів / А. Пілявський, О. Вовчак, Ю. Маців, Т. Хома // Вісник Національного банку України. – 2010. - № 4 (170). – С. 16–22.

207. Гриценко О. Дослідження ефективності діяльності комерційних банків на основі декомпозиційного аналізу / О. Гриценко, О. Іщенко // Банківська справа. – 2010. - № 5 (95). – С. 31-42.

208. Примостка Л. Сукупний ризик банку: методика оцінки на основі нормативно-індексної моделі / Л. Примостка, О. Лисенок // Вісник Національного банку України. – 2008. - № 5(147). – С. 34-38.

209. Lawder D. Obama floats $30 bln bank tax as TARP costs shrink [Electronic resource] / D. Lawder. - Access point :http://www.reuters.com/article /2011/02/14/us-usa-budget-tarp-idUSTRE71D3YA20110214.

210. Key dates of the financial crisis (since December 2005) [Electronic resource] // European Central Bank. – Access point : http://www.ecb.eu/press/html/crisis.en.html.

211. Д'яконова І. І. Дослідження факторів стабілізації та підвищення надійності банківської системи України [Текст] / І. І. Д'яконова, Ф. І. Шпиг // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / ДВНЗ "УАБС". – Суми, 2007. - Вип. 22. - С. 62–78.

Державний вищий навчальний заклад "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"
State Higher Education Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"