

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

На правах рукопису

САВЧЕНКО ТАРАС ГРИГОРОВИЧ

УДК [336.71:330.36](043.5)

**БАНКІВСЬКА СИСТЕМА У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ
ФОРМУВАННЯ ТА ПІДТРИМКИ
РІВНОВАЖНИХ СТАНІВ У ЕКОНОМІЦІ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант:

доктор економічних наук, професор

Козьменко Сергій Миколайович



Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. РІВНОВАГА ЯК ОСНОВНА ХАРАКТЕРИСТИКА ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ.....	15
1.1 Періодизація генезису теорій економічної рівноваги.....	15
1.2 Сутність економічної рівноваги та класифікація її видів.....	40
1.3 Науково-методичні підходи до моделювання рівноважних станів у економіці.....	66
Висновки до розділу 1.....	83
РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ВПЛИВУ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ НА ЕКОНОМІЧНУ РІВНОВАГУ ...	86
2.1 Структура механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці.....	86
2.2 Характеристика базових елементів механізму	99
2.3 Розвиток інформаційного забезпечення механізму впливу банківської системи на рівноважні стани	124
Висновки до розділу 2.....	139
РОЗДІЛ 3. ТРАНСФЕРТНЕ ЦІНОУТВОРЕННЯ ЯК ОДИН ІЗ КЛЮЧОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ БАНКУ	142
3.1 Рівновага банку як системна характеристика його діяльності	142
3.2 Значення трансфертного ціноутворення у процесі формування рівноважного стану банків-членів фінансових груп	156
3.3 Формування збалансованих підходів до управління фінансовими ризиками банку на основі трансфертних цін.....	178
Висновки до розділу 3.....	198
РОЗДІЛ 4. ЗАСТОСУВАННЯ ЕКСПЛІЦИТНИХ МОНЕТАРНИХ ПРАВИЛ ДЛЯ ПІДТРИМКИ РІВНОВАГИ ГРОШОВОГО РИНКУ	202
4.1 Наукові підходи до вивчення рівноваги грошового ринку	202
4.2 Закордонний досвід розробки та застосування монетарних правил...	217

4.3 Інфляційне таргетування як ключова передумова розробки монетарних правил.....	237
4.4 Формування методичних підходів до розробки експліцитного монетарного правила для економіки України.....	264
Висновки до розділу 4.....	304
РОЗДІЛ 5. ФОРМУВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ РІВНОВАГИ НА ОСНОВІ РОЗВИТКУ ІНСТРУМЕНТАРІЮ АНТИЦИКЛІЧНОЇ ГРОШОВО- КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ.....	308
5.1 Датування економічних циклів в Україні та деяких інших країнах Східної Європи.....	308
5.2 Досвід центральних банків щодо застосування антициклічної монетарної політики для досягнення макроекономічної рівноваги.....	330
5.3 Формування антициклічної грошово-кредитної політики Національним банком України.....	357
Висновки до розділу 5.....	372
РОЗДІЛ 6. ОЦІНКА РІВНОВАГИ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ДЕРЖАВИ ТА ВПЛИВ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ НА ЇЇ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ.....	376
6.1 Методичні підходи до комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу держави.....	376
6.2 Оцінка рівноваги платіжного балансу України та обґрунтування ролі Національного банку у її забезпеченні.....	400
6.3 Розвиток інструментарію аналізу валютно-курсової політики центрального банку.....	425
Висновки до розділу 6.....	438
ВИСНОВКИ.....	441
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	447
ДОДАТКИ.....	481



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Фінансовий ринок України, як і багатьох інших держав, є банкоцентричним: переважний обсяг фінансових ресурсів акумулюється та трансформується банками. Процес розвитку національної банківської системи був складним та неоднозначним, а також мав ознаки циклічності. В окремі періоди (1996–1997 рр., 2001–2007 рр.) банківська система сприяла соціально-економічному розвитку країни та забезпечувала стабілізацію макроекономічних параметрів, а протягом інших (1998, 2008–2009 рр.) – спричиняла розбалансування макроекономічної ситуації та призводила до істотного погіршення добробуту громадян. Однак протягом усіх етапів свого розвитку вона залишалась у центрі соціально-економічних процесів у державі.

Розвиток інформаційних технологій, глобалізація економічних процесів та подальша інтенсифікація реалізації громадянам та суб'єктам господарювання різноманітних банківських продуктів, обумовлюють подальше посилення впливу банківської системи на економічних агентів як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівні. Відтак вона стає визначальним фактором розвитку усіх економічних процесів у державі, зокрема, істотно впливає на формування та підтримку рівноважних станів у економіці.

Економічна рівновага є однією із центральних проблем сучасних економічної та фінансової теорій. У процесі дослідження економічної рівноваги вчені в основному зосереджуються на пошуку доказів досягнення економікою рівноважного стану та вивченні рівня стабільності даного стану, дослідженні рівноваги між обсягом товарної та грошової мас (рівняння Фішера), вирішенні питання щодо еквівалентності оптимального стану в економіці економічній рівновазі, аналізі особливостей формування рівноваги на грошовому та інших ринках тощо.

Дослідженню економічної рівноваги присвятили свої праці такі українські та зарубіжні вчені, як: А. Сміт, А. Маршал, А. Курно, Л. Вальрас, В. Парето, Г. Мюрдаль, М. Алле, В. Леонтьєв, Р. Лукас, П. Самуельсон, Т. Сарджент,

Д. Кейнс, Р. Харрод, Е. Домар, М. Кондратьєв, С. Кузнец, Р. Солоу, І. Мовчан, Т. Городецька, М. Віденко, А. Шкляр, С. Кораблін та ін. За фундаментальні дослідження, спрямовані на вивчення економічної рівноваги, нобелівську премію з економіки отримали: Д. Хікс, К. Ерроу, Ж. Дебре, Д. Харсаньї, Д. Неш, Р. Зелтен.

Дослідженню впливу окремих складових банківської системи на формування та підтримку рівноважних станів у економіці приділяється значна увага у працях вітчизняних та зарубіжних науковців, серед яких, І. Фішер, М. Фрідмен, Д. Тейлор, Б. МакКалам, В. Білолипецький, Н. Стародубова, В. Геєць, С. Козьменко, Л. Примостка, Т. Васильєва, М. Макаренко, Б. Дунаєв, І. Сало, С. Ніколайчук, О. Петрик та ін.

Дослідники детально вивчають окремі види економічної рівноваги (перш за все, ринкову рівновагу) або використовують поняття “економічна рівновага” як загальний принцип аналізу економічних процесів, не деталізуючи його зміст. Однак поза увагою науковців залишається проблема комплексного дослідження впливу окремих економічних систем на рівноважні стани в економіці. Зважаючи на визначальну роль, яку відіграє банківська система на сучасному етапі розвитку економічних відносин, дослідження її впливу на рівноважні стани в економіці є актуальним та своєчасним. Практичне значення даної наукової проблеми посилюється у посткризових умовах функціонування глобальних фінансових ринків, які характеризуються істотним рівнем невизначеності майбутніх тенденцій та високою волатильністю ключових індикаторів.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.
 Дисертаційна робота узгоджується з основними напрямками наукових досліджень, теоретичних положень і висновків у межах проведення науково-дослідних робіт Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, а саме: “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0103U006965), “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (номер держ. реєстрації

0107U0123112), “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782) та “Адміністративно-правове регулювання фінансової та банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0112U001326).

До звітів за цими темами включені висновки та пропозиції автора щодо: розробки технології формування експліцитного правила монетарної політики для економіки України; оцінки рівноваги платіжного балансу держави та формалізації впливу банківської системи на її забезпечення, реформування системи страхування вкладів фізичних осіб в Україні, а також щодо оцінки ефективності реформування вітчизняного банківського законодавства у напрямку зміцнення ролі Національного банку України (далі – НБУ) у забезпеченні цінової стабільності.

Мета і завдання дослідження. Мета дослідження полягає в розвитку теоретико-методологічних засад застосування можливостей банківської системи для впливу на економічну рівновагу, а також у розробці науково-методичних рекомендацій щодо підвищення ефективності такого впливу.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані наступні завдання:

- систематизувати теорію економічної рівноваги;
- розкрити сутність та обґрунтувати ключові характеристики поняття “економічна рівновага”, а також сформулювати визначення окремих видів рівноваги, на які впливають суб’єкти банківської системи;
- розвинути наукові підходи до класифікації видів економічної рівноваги;
- структурувати механізм впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці;
- провести дослідження інформаційного забезпечення даного механізму;
- дослідити методичні засади використання трансфертного ціноутворення для забезпечення рівноваги банку;
- розробити науково-методологічний підхід до формування експліцитного монетарного правила для економіки України;
- провести аналіз фаз економічних циклів у країнах СНД;

- дослідити рівень антициклічності монетарної політики у найбільших країнах СНД та обґрунтувати напрямки формування антициклічної грошово-кредитної політики в Україні;
- розвинути теоретико-методологічні засади комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу;
- розробити методичні підходи до розрахунку індексу фінансового ефективного обмінного курсу.

Об'єктом дослідження є економічні відносини між суб'єктами банківської системи та економічними агентами щодо забезпечення формування та підтримки рівноважних станів у економіці.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади та методичні підходи до формування та підтримки рівноважних станів у економіці на основі застосування можливостей банківської системи.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційної роботи складають фундаментальні положення теорій зростання та циклів, монетаризму, кейнсіанства, неокласичного синтезу, а також концепції “основної течії” (mainstream), які присвячені дослідженню проблем формування та підтримки рівноважних станів у економіці.

У процесі написання дисертаційної роботи залежно від її цілей та завдань використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукових абстракцій; при визначенні закономірностей генезису теорій економічної рівноваги – діалектичний метод; при дослідженні наукових підходів до класифікації видів економічної рівноваги – аналізу та синтезу, індукції та дедукції; у процесі структуризації механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці – системний підхід; при вивченні методичних підходів до застосування модифікованого фільтру Ходріка-Прескота – матричний аналіз; при визначенні параметрів та оцінці коефіцієнтів експліцитного монетарного правила для України – методи кореляційно-регресійного аналізу; у процесі датування фаз економічних циклів – економіко-математичне моделювання; при розгляді досвіду центральних банків щодо

застосування антициклічної монетарної політики – метод аналогій; при розробці підходів до комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу – методи порівняння, групувань, вибірок.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові акти з питань: формування та реалізації монетарної політики, а також функціонування центральних банків та банків другого рівня; статистичні матеріали: Національного банку України та інших центральних банків, Державної служби статистики України, Міждержавного статистичного комітету Співдружності Незалежних Держав, Статистичного департаменту ООН, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та розвитку. Також використано інформацію, зібрану автором під час особистого вивчення практики функціонування комерційних банків та банківських систем в Україні, Росії, Казахстані та Білорусі, у деяких країнах Центральної та Східної Європи, у США та в окремих країнах – членах ЄС. Проаналізовано монографічні дослідження та статті зарубіжних та вітчизняних авторів з проблематики дисертаційної роботи.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми формування теоретико-методологічних засад та методичного забезпечення досліджень впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці, а також обґрунтування напрямків удосконалення елементів механізму впливу банківської системи на економічну рівновагу. До найбільш вагомих результатів, що становлять наукову новизну, належать наступні:

вперше:

- структуровано механізм впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці, при цьому до базових елементів механізму, які характеризуються високим потенціалом для формалізації, віднесено: трансфертне ціноутворення, інструменти грошово-кредитної політики центрального банку, інструменти валютної політики центрального банку, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики; досліджено способи передачі та перетворення імпульсів, генерованих банківською системою, базовими елементами даного механізму, що дозволило

виявити, формалізувати та проаналізувати взаємозв'язки між його елементами;

- запропоновано науково-методологічний підхід до формування експліцитного правила монетарної політики для економіки України, спрямованого на забезпечення рівноваги грошового ринку та посилення її впливу на макроекономічну рівновагу, у межах якого виділено та досліджено ключові етапи розробки даного правила: вибір базової форми правила; визначення рівноважних значень параметрів, що включаються у правило; оцінка параметрів і коефіцієнтів правила;
- проведено оцінку рівня антициклічності монетарної політики найбільших країн СНД (Росія, Україна, Казахстан та Білорусь) шляхом аналізу застосування інструментів монетарної політики у взаємозв'язку із фазами економічного циклу, що дозволило обґрунтувати необхідність формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики НБУ в межах, які не суперечать виконанню його основної функції, а також визначити концептуальні засади впровадження антициклічної монетарної політики Національним банком України;
- запропоновано науково-методичний підхід до розрахунку індексу фінансового ефективного обмінного курсу (ФЕОК), який дозволяє виявити і проаналізувати взаємозв'язки між динамікою реальних процентних ставок та статтями фінансового рахунку платіжного балансу, а також доведено доцільність його використання центральними банками у процесі реалізації валютної політики, спрямованої на забезпечення рівноваги фінансового рахунку та платіжного балансу в цілому;

удосконалено:

- класифікацію економічної рівноваги шляхом виокремлення двох основних критеріїв (за сутністю та методологічною основою), які, на відміну від існуючих, відображають логіку структурування взаємозв'язків між іншими ознаками та дозволяють визначити три типи та шість видів економічної рівноваги, що можуть використовуватись для обґрунтування видів економічної рівноваги, на які суттєво впливає банківська система;

- визначення змісту поняття “економічна рівновага”, яке ґрунтується на методології системного підходу та відрізняється від існуючих комплексним врахуванням обґрунтованих автором ключових характеристик рівноваги економічної системи: збалансованості, стабільності та ефективності;
- науково-методичний підхід до оцінки рівноважних значень макроекономічних параметрів, які включаються до експліцитного монетарного правила для України, на основі застосування фільтру Ходріка-Прескотта; даний підхід відрізняється від існуючих обґрунтуванням доцільності використання модифікованого варіанта фільтра, який ґрунтується на матричному аналізі застосування даного підходу спрощує процес оцінки рівноважних значень макроекономічних параметрів в умовах обмеженості вхідних даних;
- науково-методологічний підхід до оцінки рівноваги платіжного балансу, що передбачає порівняльний аналіз показників групи країн з подібними макроекономічними умовами та відрізняється від існуючих комплексним врахуванням чотирьох взаємопов'язаних умов рівноваги: відсутність критичних відхилень сальдо основних статей платіжного балансу від їх збалансованого (нульового) рівня; низька волатильність показників платіжного балансу; сприяння досягненню макроекономічної рівноваги; наявність зв'язків між показниками платіжного балансу та параметрами, що визначають макроекономічну рівновагу;

набули подальшого розвитку:

- систематизація теорій економічної рівноваги на основі періодизації їх генезису; запропонований підхід до систематизації відрізняється від існуючих поділом теорій економічної рівноваги на “прототеорії”, що були сформульовані протягом XVII–XIX століть, та теорії XX століття; а також використанням як додаткового критерію систематизації рівня врахування суб'єктивної природи індивідуумів при розробці даних теорій; за результатами аналізу теорій економічної рівноваги сформовано

методологічну основу подальших досліджень, яка ґрунтується на парадигмі системного підходу;

- трактування змісту понять:
 - “рівновага банку” – як стану, коли основні внутрішньобанківські фінансові пропорції дозволяють забезпечити стабільне функціонування даного фінансового посередника із прийнятним рівнем ефективності;
 - “рівновага грошового ринку” – як стану, що характеризується: збалансованістю обсягу та структури попиту і пропозиції грошей, стабільністю та прогнозованістю ринкової кон’юнктури, а також наявністю умов для ефективної взаємодії між учасниками грошового ринку для досягнення їх економічних цілей, зокрема, цілей державної економічної політики;
 - “макроекономічна рівновага” – як стану макроекономічної системи, що характеризується збалансованістю основних макроекономічних пропорцій, що забезпечують зростання ВВП в умовах цінової стабільності;
 - “рівновага платіжного балансу” – як стану, що характеризується збалансованістю притоку та відтоку грошових коштів за основними рахунками платіжного балансу, прийнятним рівнем стабільності сальдо даних рахунків, а також сприяє ефективній реалізації державної економічної політики, спрямованої на забезпечення макроекономічної рівноваги;
- інформаційне забезпечення механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в аспекті порівняльного аналізу видів звітності банків у взаємозв’язку з суб’єктами грошового ринку, які визначають функціонування даного механізму;
- науково-методичні засади використання трансфертного ціноутворення для досягнення внутрішньобанківської рівноваги, які полягають в оптимізації методики розрахунку трансфертних цін шляхом використання матриці ринкових орієнтирів цих цін та застосування показника RAROC,

розрахованого із застосуванням трансфертних цін, для оптимізації обсягу та структури капіталу банку;

- методичний підхід до визначення фаз економічних циклів, який відрізняється від існуючих застосуванням двох модифікацій процедури Брай-Бошена (процедури змодельованої Дж. Енгелем у системі MatLab та процедури для квартальних даних, яка використовується МВФ), що дозволило підвищити об'єктивність результатів оцінки поворотних точок економічних циклів найбільших країн СНД;
- науково-методичний підхід до моделювання зв'язку між грошовою масою та макроекономічними параметрами і параметрами грошового ринку, які включаються до складу монетарного правила для грошових агрегатів, на основі формування та аналізу багатofакторних регресійних моделей.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, що у комплексі формують підґрунтя для підвищення ефективності функціонування суб'єктів банківської системи у контексті забезпечення їх позитивного впливу на формування та підтримку рівноваги банків, грошового ринку, макроекономічної рівноваги та рівноваги платіжного балансу.

Основні наукові результати автора використані в практичній діяльності Національного банку України, зокрема: пропозиції щодо моделювання зв'язку між грошовою масою та параметрами грошового ринку застосовуються ТУ НБУ в Сумській області для аналізу грошово-кредитних відносин на території даної області (довідка від 18.09.2012 № 07-019/3711); результати дослідження фаз економічних циклів, у взаємозв'язку із вивченням способів застосування інструментів монетарної політики, враховуються у діяльності Генерального економічного департаменту НБУ (довідка від 23.11.2012 № 61-013/1437); результати оцінки параметрів правила монетарної політики, на основі багатofакторних регресійних моделей, використовуються Генеральним

департаментом грошово-кредитної політики НБУ (довідка від 29.11.2012 № 65-112/12065).

Висновки дисертаційного дослідження також були використані в Апараті Ради Національного банку України при аналізі виконання Основних засад грошово-кредитної політики на 2012 рік у січні-вересні 2012 року (довідка від 13.11.2012 № 10-010/186).

Окремі положення дисертаційної роботи застосовуються банками другого рівня, зокрема: пропозиції стосовно формування рівноважного стану банку шляхом управління внутрішньобанківськими фінансовими пропорціями використані у діяльності ПАТ АБ “Столичний” (довідка від 06.09.2012 № 01-10/1291/1); рекомендації щодо використання показника RAROC, розрахованого з використанням трансфертних цін, а також щодо застосування матриці ринкових орієнтирів трансфертних цін застосовуються ПАТ “Полтава-банк” (довідка від 09.08.2012 № 03/8090).

Основні науково-практичні положення та практичні рекомендації дисертації використовуються в навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін “Банківська справа”, “Звітність у банку” та “Банківська система” (акт про впровадження від 27.09.2012). Окремі результати дисертаційного дослідження використовуються у діяльності регіонального центру підвищення кваліфікації ДВНЗ “УАБС НБУ” (акт про впровадження від 12.09.2012).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, отримані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення, які є результатом власної роботи здобувача. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і результати наукового дослідження були оприлюднені та одержали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях і семінарах, зокрема: Всеукраїнській

науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2008–2012 рр.); V та VII міжнародних науково-практичних конференціях “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (м. Суми, 2010, 2012 рр.); Міжнародній науково-практичній конференції “Актуальні проблеми зовнішньоекономічної діяльності та митної справи в умовах глобалізації” (м. Дніпропетровськ, 2010 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми конструкції і розвитку форм самоорганізації людських спільнот” (м. Київ (м. Лондон), 2011 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції “Фінансові та соціально-політичні проекти модернізації суспільства в умовах відновлення економічного зростання” (м. Ірпінь, 2011 р.); I Міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми державного управління фінансово-економічною системою національної економіки” (м. Донецьк, 2012 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Наукові дослідження та їх практичне застосування. Сучасний стан та шляхи розвитку” (м. Одеса, 2012 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції “Облік, аудит, фінанси: сучасні проблеми теорії, практики та підготовки фахівців” (м. Харків, 2012 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 52 наукових працях загальним обсягом 65,9 друк. арк., з яких особисто автору належать 60,9 друк. арк., у тому числі 1 одноосібна монографія, 6 колективних монографій, 26 статей у фахових наукових виданнях, 16 – в інших виданнях, 1 колективний підручник, 2 колективні навчальні посібники.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, шести розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації складає 496 сторінок, у тому числі на 156 сторінках розміщено 48 таблиць, 56 ілюстрацій, 7 додатків і список літератури з 418 найменувань.



РОЗДІЛ 1.

РІВНОВАГА ЯК ОСНОВНА ХАРАКТЕРИСТИКА ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ

1.1 Періодизація генезису теорій економічної рівноваги

Діалектичний підхід до вивчення будь-якої наукової проблеми, в тому числі проблеми формування та підтримки економічної рівноваги, передбачає ретроспективне дослідження наукових концепцій. Власні (нові) способи вирішення поставлених наукових завдань доцільно розробляти на основі критичного осмислення ідей попередників.

Економічна рівновага є однією із центральних проблем (концепцій, ідей) які розглядаються в економічній теорії. Перманентна актуальність вивчення рівноважних станів в економіці обумовлюється розвитком форм організації економічних відносин та зміною соціально-економічного середовища їх реалізації. Особливої актуальності дана проблема набирає в умовах збільшення частоти та глибини економічних спадів на рівні світового господарства та національної економіки, які характеризуються суттєвим відхиленням основних макроекономічних показників від їх рівноважних значень.

Найбільш суттєві наукові досягнення у розробці сучасних фундаментальних положень економічної рівноваги мають вчені з країн із розвинутою ринковою економікою: Джон Хікс (John R. Hicks) [17], Моріс Алле (Maurice Allais), Роберт Лукас (Robert E. Lucas Jr.) та інші. У роботах окремих російських економістів міститься аналіз загальних підходів до формування рівноважних станів в економіці (Н.Д. Кондратьєв [15], Б.Г. Серебряков [21], И. В. Мовчан [11]), а також наводяться результати досліджень рівноваги на окремих ринках (Н. Н. Стародубова, В.Г. Белолипецкий).

Узагальненням та критичним осмисленням теорій економічної рівноваги також займаються вітчизняні дослідники. Зокрема, макроекономічними аспектами даної наукової проблеми присвячено роботи С. О. Корабліна [345] та Л.Р. Ковтун. Процес формування рівноважних станів у окремих сферах економічних відносин в умовах трансформації економіки України досліджували Т.Е. Городецька [343], М.М. Діденко [344], Д. Л. Єрич та інші.

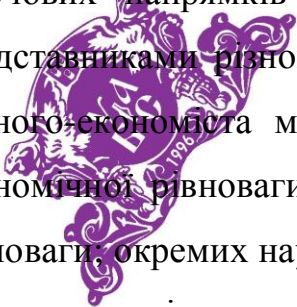
Більшість зазначених вище вчених обмежувались дослідженням різних концепцій та моделей економічної рівноваги у межах кейнсіанської та неокласичної наукових течій. Не зважаючи на домінуючий характер зазначених наукових течій, видається доцільним розширення спектру наукових шкіл та концепцій що вивчаються. Для забезпечення комплексного аналізу також необхідно розглядати теорії: маржиналізму, марксизму, раціональних очікувань, ігор, росту та циклів.

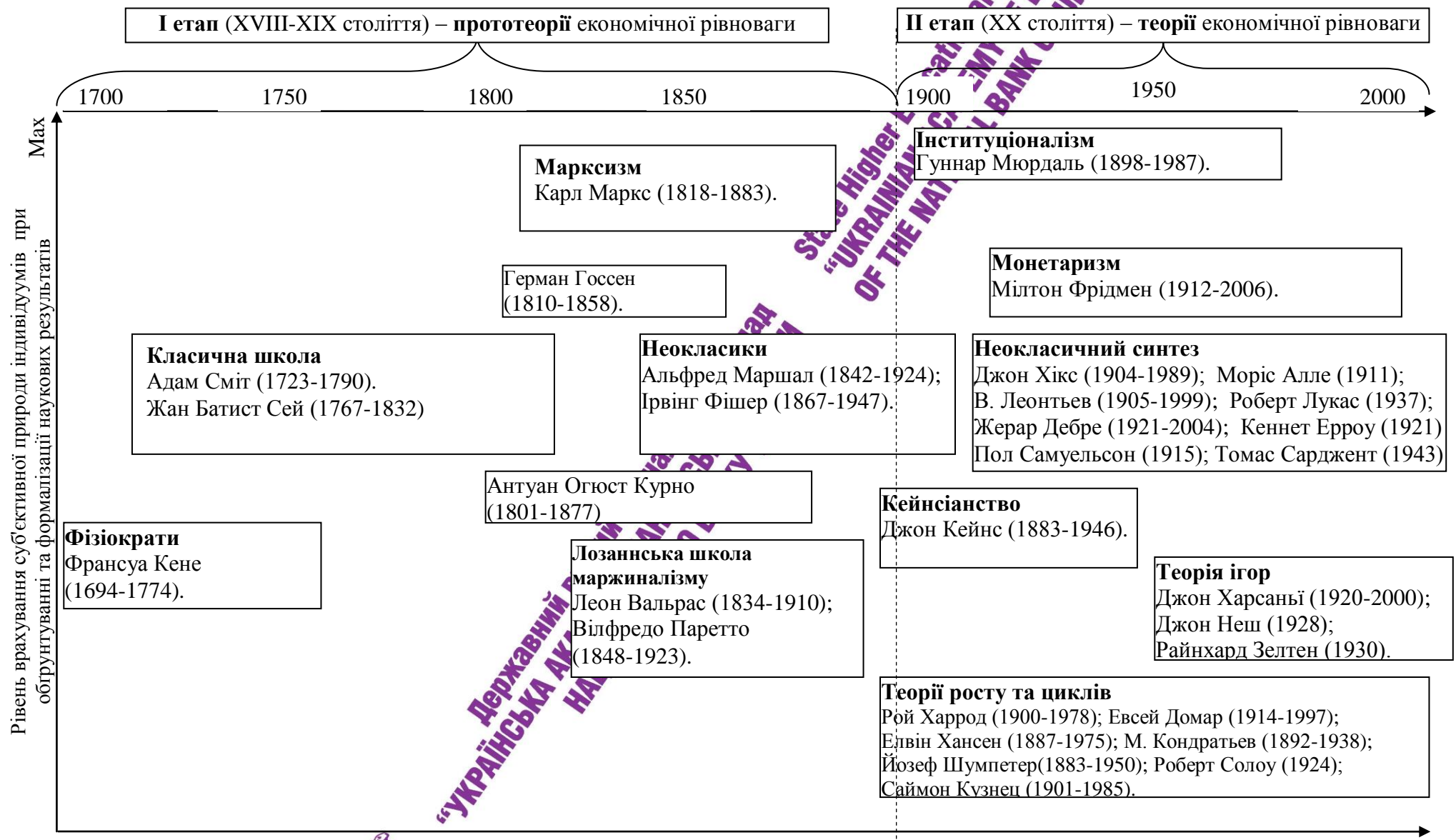
У даному підрозділі роботи зроблено акцент на вивченні загальної логіки розвитку (генезису) ідей пов'язаних із розумінням сутності рівноважних станів в економіці, що дозволить поглибити наше розуміння сутності рівноважних станів в економіці в цілому та на грошовому ринку зокрема.

В основі відбору та систематизації наведеного матеріалу лежать три основні принципи (рисунок 1.1).

1. хронологія виникнення наукових концепцій;
2. рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів;
3. можливість віднесення наукових концепцій до певної школи або течії.

Як видно із рисунку 1.1, дослідження економічної рівноваги є одним із ключових напрямків наукових пошуків економістів усіх часів, які були представниками різноманітних наукових шкіл. У роботах кожного видатного вченого-економіста можна віднайти наукові ідеї пов'язані із дослідженням економічної рівноваги, які можуть виражатись у вигляді: ґрунтовних теорій рівноваги; окремих наукових положень щодо рівноваги; латентному врахуванні певних аспектів економічної рівноваги у своїх дослідженнях.





1700 1750 1800 1850 1900 1950 2000

Рис. 1.1. Представники наукових шкіл, що досліджували проблему економічної рівноваги (власна розробка).



Для однозначного сприйняття інформації наведеної на рисунку, необхідно уточнити зазначені вище принципи відбору та систематизації матеріалу. Принцип хронології виникнення наукових концепцій щодо економічної рівноваги відображено на рисунку 1.1 за допомогою горизонтальних осей. На нашу думку, за даним критерієм доцільно виділити два етапи: I етап (XVIII-XIX століття) – прототеорії економічної рівноваги; II етап (XX століття) – теорії економічної рівноваги.

Використовуючи термін «прототеорія» ми на етимологічному рівні підкреслюємо первинність даних теорій. Тобто з одного боку, ми акцентуємо на досить обмежених можливостях їх застосування в умовах сьогодення, а з іншого – підкреслюємо їх важливість як наукової основи для розробки більш досконалих теорій економічної рівноваги XX століття. Враховуючи суттєві позитивні зрушення щодо кількості та якості теорій економічної рівноваги сформульованих протягом XX століття у порівнянні із XVIII-XIX століттями (рис. 1.1), цінність прототеорій економічної рівноваги, як методологічного та методичної основи подальшого розвитку наукових концепцій економічної рівноваги є беззаперечною.

Застосовуючи критерій «рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів» ми керувались наступними міркуваннями. Рівновага є одним із основних атрибутів суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних систем. Як наслідок, теорії (концепції) рівноваги набули широкого застосування у суспільних та гуманітарних науках (економіка, психологія, філософія і т. д.); природничих науках (фізика, хімія, математика і т. д.); технічних науках (механіка, будівництво і т. д.). Визначення рівноважних станів у природничих та технічних науках є досить об'єктивним: ґрунтується на підтверджених експериментально закономірностях, що формалізуються за допомогою математичного апарату.

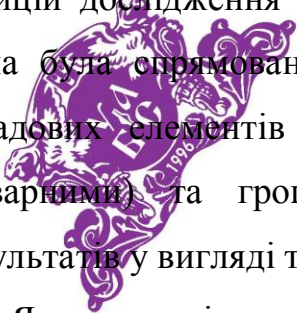
Будь-який предмет досліджень у гуманітарних та суспільних науках в кінцевому підсумку зводиться до вивчення окремих індивідуумів та

різноманітних форм і способів взаємодії між ними. Таким чином, теорії економічної рівноваги повинні враховувати суб'єктивні фактори, що визначають економічну поведінку індивідуумів. Будь-яка математична чи інша формалізація теорій економічної рівноваги буде мати досить суб'єктивний характер та повинна розглядатись із застереженнями, у контексті відповідних соціально-економічних умов її розробки. Таким чином, рівень (повнота) врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів є одним із основних критеріїв дослідження теорій економічної рівноваги.

Глибинний зміст теорій економічної рівноваги може бути висвітлений за умови їх дослідження у межах певних наукових шкіл та течій. Зазначений підхід дозволить зрозуміти методологічну основу та передумови формування теоретичних концепцій економічної рівноваги, а також встановити взаємозв'язки між ними. Потрібно зазначити, що наведений на рисунку 1.1 розподіл дослідників у розрізі наукових шкіл чи течій є досить умовним оскільки: погляди вчених можуть еволюціонувати, критерії класифікації наукових шкіл є досить умовними і по-різному розглядається у літературі. При визначенні на рисунку 1.1 наукових теорій ми, перш за все, враховували доцільність їх відповідної класифікації з точки зору систематизації наукових положень щодо економічної рівноваги та визначення причинно-наслідкових зв'язків, що обумовлюють генезис концепцій економічної рівноваги.

Спочатку дослідимо *прототеорії економічної рівноваги XVIII-XIX століть*. За хронологією, першою економічною концепцією, яку можна розглядати з позицій дослідження економічної рівноваги є економічна таблиця Ф. Кене. Вона була спрямована на дослідження руху суспільного продукту та його складових елементів з метою пошуку взаємозв'язків між натуральними (товарними) та грошовими потоками на макrorівні та представлення результатів у вигляді таблиці.

Як видно із рисунку 1.1, найбільш послідовно питаннями вивчення рівноважних станів в економіці займалися представники різноманітних



наукових концепцій, що пов'язані зі класичним (а далі неокласичним) напрямком розвитку економічної теорії. Економісти, які розділяють основні постулати даного напрямку, вважають, що ринкова економіка має внутрішній механізм рівноваги та не потребує суттєвого втручання з боку держави.

Ідеї щодо можливості ринкового механізму забезпечувати ефективний розподіл економічних ресурсів висловлював ще засновник класичної школи політичної економіки Адам Сміт. Вважається, що основна ідея його твору «Дослідження природи та причин багатства народів» полягає у виділенні та описанні механізму так званої «невидимої руки». Юхименко П. І., Леоненко П. М. інтерпретуючи зміст концепції «невидимої руки» зазначають [5, с. 66]: ринковий механізм господарювання (за Смітом «очевидна і проста система звичайної свободи») завдяки «невидимій руці» завжди буде автоматично урівноважуватися. Концепцію Сміта щодо саморегулювання економіки в умовах чистої конкуренції допрацював відомий французький економіст Жан Батист Сей, сформулювавши та звавши «закон Сея», сутність якого полягає у декларуванні автоматичного збалансування попиту та пропозиції.

Таким чином, хоча зазначені вище засновники класичної економічної теорії у своїх наукових працях, скоріш за все, не використовували поняття «економічна рівновага», однак, зміст наведених вище концепцій дає підстави стверджувати, що вони розглядали ринковий механізм в умовах досконалої конкуренції, як силу, що в будь-якому разі забезпечить збалансованість (урівноважить) економічні інтереси окремих індивідуумів.

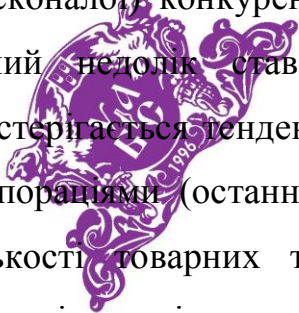
Основним дослідником, що створив теоретичні засади неокласичної школи вважається Альфред Маршал. Запропонувавши концепцію «рівноважної ціни», як результату взаємодії попиту та пропозиції, який забезпечує збалансованість їх обсягів, Маршал розробив єдиний (уніфікований) підхід до аналізу економічних процесів на різноманітних ринках. Він вводить поняття «рівноважної кількості» на позначення обсягу товару що продається за рівноважною ціною. Графік рівноважної ціни розроблений Маршалом, використовується авторами багатьох підручників з економіки і у наш час.

Маршала вважають основоположником концепції рівноваги на окремому ринку (часткової рівноваги) яка досягається через визначення рівноважної ціни. Поняття ринкова рівновага (market equilibrium), з точки зору часткової рівноваги Маршала і у наш час активно застосовується як вітчизняними так і зарубіжними науковцями [6].

Принциповим недоліком робіт Маршала є суттєве спрощення економічної дійсності, що унеможливило безпосереднє використання концепції «рівноважної ціни» для вирішення практичних завдань. Одним із таких спрощень є прийняття усіх макроекономічних параметрів (доходи, витрати, зайнятість, випуск продукції і т.д.) крім ціни, як постійних величин [7, с. 54]. Зазначений недолік дозволяє деяким дослідникам називати теорію Альфредом Маршалом «статичною».

Крім того, у своїх теоретичних побудовах Маршал приділяв недостатню увагу аналізу грошових факторів. Частково даний недолік був виправлений Ірвінгом Фішером. Уточнивши підходи класиків, він сформулював рівняння обміну, яке відображає рівність грошової маси та вартості товарів, робіт та послуг, які продаються за гроші. Вважалось, що ринкова економіка намагається вирівняти до «природного» рівня обсяг виробництва, швидкість обігу грошей, як наслідок, відповідно до ефекту Фішера вирівнюються і відсоткові ставки (ціна грошей). Рівняння Фішера розглядалось, як умова забезпечення рівноважного стану в економіці, зокрема, на фінансовому ринку.

Іншим недоліком теоретичної концепції Маршала є розгляд ним взаємодії попиту та пропозиції, при визначенні рівноважної ціни, на ринках чистої (досконалої) конкуренції, тоді як на практиці таких ринків майже не існує. Даний недолік став особливо важливим протягом ХХ століття, коли спостерігається тенденція до отримання монопольної ринкової влади певними корпораціями (останнім часом перш за все транснаціональними) на значній кількості товарних та фінансових ринків. Проблема поведінки суб'єктів економічних відносин в умовах недосконалої (монополістичної) конкуренції, у тому числі в аспекті знаходження часткової рівноваги на даних ринках,



досліджувалась у роботах Джоан Робінсон, Едварда Чемберліна, Джона Гелбрейта та інших.

Попередником нового напрямку в економічній теорії (маржиналізму) Огюст Курно. З погляду досліджень рівноваги, доцільно розглянути модель дуополії Курно, яка була представлена в його роботі «Дослідження математичних принципів в теорії багатства» (1838 рік). Загальної моделі поведінки олігополіста при виборі оптимального об'єму виробництва, що максимізувало прибуток, а значить і встановлення рівноваги на олігополістичному ринку, не існує. Оскільки вибір залежить від поведінки фірми у відповідь на зміни дій конкурентів, то можуть виникати різні ситуації, які формалізуються у наступних основних моделях олігополії: модель Курно; олігополія, заснована на змові; олігополія, не заснована на змові (дилема ув'язнених); мовчазна змова (лідерство в цінах).

При побудові моделі Курно передбачається, що фірми виробляють однорідний товар і що відома ринкова крива попиту. Об'єм виробництва фірми 1 (Q_1), що максимізував прибуток, змінюється залежно від того, як, на її думку, буде рости об'єм виробництва фірми 2 (Q_2). В результаті кожна фірма буде свою криву реакції, яка відображає безліч комбінацій об'ємів Q_1 і Q_2 . При рівновазі кожна фірма встановлює об'єм виробництва відповідно до своєї кривої реакції. Тому рівноважний рівень об'єму виробництва знаходиться на перетині двох кривих реакції - це і є рівновага Курного.

Розглянемо основні постулати теорії маржиналізму (теорії граничних величин), представники якої розробили власну методику дослідження рівноважних станів в економіці. Безпосереднє теоретичне підґрунтя для формулювання теорії граничних величини заклав Герман Госсен, який у своїй роботі «розвиток законів людської взаємодії» сформулював два закони:

1. в процесі задоволення потреби її цінність падає, або інша інтерпретація – по мірі збільшення кількості товару, що споживається його корисність зменшується;

2. повинна спостерігатись рівність граничних корисностей на одиницю грошей, що витрачені на придбання товару [5, с. 144-145; 7, с. 44-48;].

Якщо перший закон визначає загальну закономірність прийняття людиною економічних рішень; то другий закон безпосередньо визначає умови споживчої рівноваги. Під впливом другого закону Госсена функція ринкової ціни, що урівноважує попит та пропозицію, визначається як результат порівняння граничних корисностей різноманітних товарів. Певним недоліком даного підходу є абсолютизація суб'єктивних факторів встановлення ринкової ціни.

Дослідженнями рівноважних станів в економіці з позицій теорії маржиналізму займались: Уільям Джевонс, який сформулював закон обміну – співвідношення в якому обмін двох товарів проходить обернено пропорційно їх граничним корисностям; Френсіс Еджуорт, який був одним із вчених, що ввели в економічну практику поняття «кривих байдужості», що представляють собою комбінацію двох товарів із рівною корисністю. Діаграма Еджуорта активно використовується у навчальній літературі для ілюстрації способів досягнення рівноваги споживачів на конкурентному ринку в процесі обміну товарами [1, с. 422-432].

Найбільш цілісною та ґрунтовною теоретичною концепцією економічної рівноваги, що розроблена у межах маржиналізму, була теорія запропонована Леоном Вальрасом. Маршал та інші представники неокласичного напрямку вважали, що рівноважні ціни формуються ізольовано на кожному окремому ринку. Вальраса обґрунтував принцип взаємопов'язаності цін на усіх ринках. Ціни на споживчі товари встановлюються у взаємозв'язку і взаємодії із цінами на фактори виробництва. Ціни на робочу силу встановлюються із врахуванням та під впливом цін на продукти. Процес взаємодії різних ринків – умова руху до рівноважних цін у суспільстві. Для математичного обґрунтування запропонованої концепції, як умова досягнення рівноваги, використовувалось положення щодо рівності для усіх товарів відношення граничних корисностей товарів до їх цін, тобто кожен учасник обміну повинен отримувати рівну вигоду (підхід подібний до другого закону Госсена) [7, с. 69-70]. Як наслідок

рівноважні ціни сприяють уникненню надлишків та дефіциту: кількість товарів, що продається дорівнює кількості товарів, що купляються; загальна сума цін товарів дорівнює сукупним витратам на їх виробництво.

Використовуючи зазначені вище умови та допущення, Вальраса побудував систему рівнянь, на основі яких показав можливість існування системи рівноважних цін, як певних центрів тяжіння, економічних орієнтирів та регуляторів. У даній моделі усе ринкове господарство поділяється на дві взаємопов'язані підсистеми: фірми та домашні господарства. Фірми виступають на ринку факторів як покупці і на ринку споживчих товарів як продавці. Домашні господарства – власники факторів виробництва – виступають у ролі їх продавців і водночас покупців споживчих товарів. Усі витрати виробників товарів перетворюються у доходи домашніх господарств, а всі витрати домашніх господарств – у доходи виробників (фірм) [5, с. 173-174].

Основним результатом його дослідження вважається «закон Вальраса»: якщо на усіх ринках, крім одного, існує рівновага, то і останній ринок знаходиться у стані рівноваги. На макроекономічному рівні, в основному, розглядають чотири агреговані види ринків: благ (товарів та послуг), праці, цінних паперів та грошей. Для визначення загальної макроекономічної рівноваги, використовуючи закон Вальраса, в макроекономіці іноді виключають із аналізу ринок цінних паперів (як самий складний та не самий важливий для макроаналізу) [8, с. 8].

З одного боку, очевидним є факт певної ідеалізації умов реального ринкового життя у моделі загальної економічної рівноваги Вальраса, що унеможливило її практичне застосування. З іншого боку, ідеї та методичні підходи, що запропоновані Вальрасом не втратили свого значення та використовуються у сучасних дослідженнях [9; 17].

Теорію загальної економічної рівноваги продовжував розвивати інший представник «лозаннської школи» маржиналізму Вілфредо Парето. Він підійшов до дослідження проблеми загальної економічної рівноваги не через вимірювання величини корисності різних товарів, а через співставлення їх

корисності для споживача, в умовах обмеженості ресурсів, за допомогою кривих байдужості. У відповідності до концепції Парето, оптимальним, в масштабах усього суспільства, слід вважати такий розподіл економічних ресурсів та продуктів коли при заданих умовах (наявність ресурсів, система розподілу, ціни, запити споживачів) ніхто не може покращити свій стан, не погіршуючи при цьому стану будь-кого іншого [5, с. 180; 7, с. 73]. За Парето, оптимум досягається, коли досягається рівновага на усіх ринках, в усіх секторах економіки. До даного оптимуму прямує ринковий механізм в умовах конкуренції.

Практична значимість ефективності за Парето полягає в обґрунтуванні критеріїв та обмежень, що сприяють подальшій розробці проблем ефективності, теорії споживчого вибору та теорії загальної рівноваги. Розвиваючи дослідження В. Парето вітчизняний вчений Є.Є. Слуцький у роботі «До теорії збалансованого бюджету споживача» (1915 рік), спробував довести, що рівновага бюджету індивіда настає тоді, коли корисність бюджету споживача має однакову або найбільшу величину серед усіх найближчих до нього станів. Таке становище рівноваги буде стійким за умови, що всяке відхилення від нього зменшуватиме корисність і нестійким – у протилежному випадку [5, с. 196-200].

Завершуючи огляд основних теоретичних концепцій рівноваги розроблених до ХХ ст. необхідно звернути увагу на роботи Карла Маркса. Зокрема, у третьому томі «Капіталу» описується процес переливу капіталу із одних галузей у інші, що призводить до формування ситуації коли рівновеликі капітали приносять рівновеликі прибутки [7, с. 158].

Також К. Маркс у перше комплексно дослідив рівновагу суспільного відтворення поділивши суспільне виробництво на виробництво засобів виробництва та виробництво предметів споживання. Рівновага суспільного відтворення – це стан процесу суспільного відтворення, за якого між різними складовими суспільного продукту за їх натурально-речовою формою, вартістю і галузевою структурою, а також функціональним призначенням існують

кількісно-якісні пропорції [4, с. 267]. Оскільки суспільне відтворення може здійснюватись у незмінному та розширеному масштабах, пропорцій між різними частинами суспільного продукту є неоднаковими як за вартістю, так і за натурально-речовою формою.

Центральна ідея сформульованої К. Марксом концепції економічних криз (або теорії економічних циклів). полягає в тому, що досягненню макроекономічної рівноваги та поступальному економічному росту перешкоджають внутрішні, властиві антагоністичному капіталістичному суспільству, протиріччя [5, с. 119]. Зокрема, Маркс у «Капіталі» сформулював причинно-наслідкову оцінку нагромадження капіталу та розподілу доходів при капіталізмі, які неминуче призводять до періодів «загального перевиробництва», тобто економічних криз.

Таким чином, прототеорії економічної рівноваги в силу об'єктивних причин (наукова новизна проблематики, недосконалість математичного апарату, відсутність якісних статистичних даних) мали суттєві недоліки: по-перше, описували зв'язки між економічними показниками в певних «ідеальних» умовах досконалої конкуренції; по-друге, розглядали економічні процеси у статиці а не в динаміці; по-третє, спрощено формалізували економічні процеси у вигляді лінійних моделей. Однак, значення прототеорій економічної рівноваги, як методологічної основи для подальшого дослідження рівноважних станів у ХХ столітті, є принципово важливим.

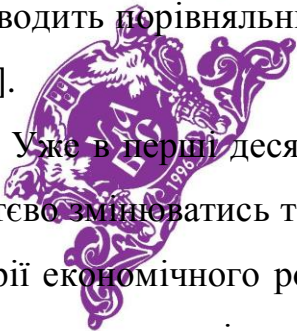
Далі проаналізуємо *теорії економічної рівноваги ХХ століття*. Враховуючи дані наведені на рисунку 1.1 можна зробити висновок, що у ХХ столітті теорії економічної рівноваги розвивалась за трьома основними напрямками: кейнсіанські (некейнсіанські), неокласичні та неокласичного синтезу. Одним із основних спільних положень усіх економістів, що тяжіють до неокласичного напрямку є твердження, що ринкова економіка має внутрішній механізм стійкої динамічної рівноваги та не потребує суттєвого втручання з боку держави. Теоретична концепція Джона Мейнарда Кейнса, яка була вкладена в опублікованій у 1936 році роботі «Загальна теорія зайнятості,

процента та грошей» ґрунтувалась на положенні протилежному уявленням класиків та неокласиків. Він довів відсутність гнучкості цін та заробітної плати до пониження у реальній ринковій економіці, що не дозволяє ринковому механізму забезпечувати рівновагу. Як наслідок, Дж. М. Кейнс приходив до висновку щодо необхідності активного державного регулювання економічних процесів за допомогою «вилучень» (податків) та «ін'єкцій» (державних витрат) для підтримки макроекономічної рівноваги [10, с. 378]. .

Кейнсіанська теорія відповідала реаліям початку ХХ століття із успіхом використовувалась для розробки економічної політики провідними країнами з ринковою економікою. Не вдаючись до детального аналізу кейнсіанської теорії, розглянемо певні її положення в аспекті економічної рівноваги. Відповідність між сукупним попитом та сукупним доходом є передумовою досягнення рівноваги у економіці. Доходи, у загальному вигляді, спрямовуються на споживання (забезпечують попит) та зберігання. Відповідність між сукупним попитом та сукупним доходом (а отже і рівновага) буде забезпечуватись коли зберігання дорівнюватимуть інвестиціям. Кейнс показав, що дослідження функціональних зв'язків між найважливішими економічними параметрами необхідно проводити на макрорівні, що дозволить виявити фактори, які впливають на економічний ріст та рівновагу.

Досить ґрунтовно кейнсіанська теорія, з точки зору використання її у якості методологічної основи для аналізу макроекономічної рівноваги, проаналізована у дисертаційному дослідженні Мовчан І. В. Зокрема, у підрозділі 3.1 роботи автор, в аспекті дослідження рівноважних станів, проводить порівняльний аналіз кейнсіанської та неокласичної теорій [11, с. 71-100].

Уже в перші десятиліття після другої світової війни теорія Кейнса почала суттєво змінюватись та доповнюватись. Основним напрямком її розвитку стали теорії економічного росту та циклів. Основна модель Кейнса була статичною, він розглядав усі економічні процеси в межах короткострокового періоду. Такий підхід у значній мірі був обумовлений особливостями депресивної



економіки 30-х років. У середині 40-50-ті роки на перше місце висуваються проблеми економічної динаміки, що обумовило необхідність розробки моделей росту. Серед моделей, що розроблялись на кейнсіанській методології найбільш відомими є моделі Р. Харрода та Е. Домара. В основі моделі Р.Харрода лежить ідея про рівність інвестицій і заощаджень, а в моделі Е.Домара вихідним вважається рівність грошового доходу (попиту) і виробничих потужностей (пропозиції).

Разом з тим і Е.Домар, і Р.Харрод єдині у своїх переконаннях щодо ролі інвестицій, які з одного боку сприяють росту доходу (тобто попиту), а з іншого – збільшують виробничі потужності (тобто пропозицію). Вони вважали, що ріст доходу сприяє збільшенню зайнятості. Одночасно інвестиції збільшують і виробничі потужності, тому ріст доходу повинний бути достатнім, щоб зрівноважити ці виробничі можливості країни, що збільшилися, не допускаючи виникнення недовантаження підприємств або виштовхування з виробництва надлишкової робочої сили. Отже, умовою збереження динамічної рівноваги є постійний щорічний відсоток приросту національного доходу. Необхідність постійного стійкого темпу не ототожнюється з автоматичною можливістю таких темпів.

Розвиваючи ідеї Кейнса про відсутність у сучасного капіталізму внутрішніх сил, що породжують тенденцію до автоматичного відновлення рівноваги і повному використанню економічних ресурсів, Домар та Харрод підкреслюють складність вирішення проблеми динамічної рівноваги. Математичний зміст моделей Харрода-Домара розкрито у багатьох підручниках з економічної теорії [5, с. 230-231; 10, с. 545; 12, с. 20].

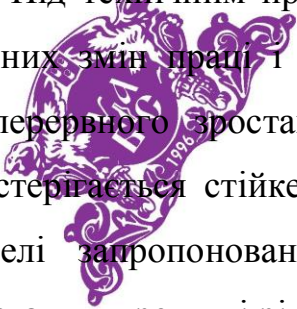
Дані моделі допомагають дослідити взаємозв'язки, які можуть урівноважити змінні (фактори) росту у довгостроковому періоді. Обидві моделі приводять до висновку, що при даних технічних умовах виробництва, темп економічного росту визначається величиною граничної схильності до заощадження, а динамічна рівновага може існувати в умовах неповної зайнятості. Дослідження Харрода та Домара викликали сильний резонанс та

обумовили розробку більш складних моделей росту (Дж. Робінсон, Калдора і т.д.). Окремі дослідники наголошують, що Р. Харрод вперше здійснив постановку проблеми створення теорії економічної динаміки [13, с. 4].

Моделі Домара і Харрода непогано описували реальні процеси економічного росту 1920-1950-х років, але для пізніших спостережень (60-ті - 70-ті роки) більш успішно використовувалася неокласична модель Роберта Солоу. На відміну від однофакторної моделі Харрода-Домара, у якій основним фактором росту є капітал (інвестиції), неокласичні моделі, зокрема, модель Р. Солоу базувались на модернізованому варіанті функції Кобба-Дугласа та вирізнялись багатфакторним характером. Р.Солоу показав, що нестабільність динамічної рівноваги в кейнсіанських моделях була наслідком невзаємозамінності чинників виробництва. На відміну від функції Леонтьєва (використовувалась для побудови моделі Харрода-Домара), у виробничій функції Кобба-Дугласа праця і капітал є субститутами. Взаємозамінність чинників пояснюється не тільки технологічними умовами, але і неокласичною передумовою про досконалу конкуренцію на ринках чинників.

Основна відмінність моделі Солоу від виробничої функції полягає в тому, що автор вводить технічний прогрес як чинник економічного зростання нарівні з такими чинниками виробництва як праця і капітал. Модель описує вплив трьох вищезазначених чинників на економічне зростання та формалізується мультиплікативною виробничою функцією. Із більш детальною математичною характеристикою даної моделі можна ознайомитись у науковій літературі [8, с. 86-96; 14, с. 209-214].

Під технічним прогресом у даній моделі мається на увазі вся сукупність якісних змін праці і капіталу. Технічний прогрес виступає єдиною умовою безперервного зростання рівня життя, оскільки лише при його наявності спостерігається стійке зростання випуску на душу населення. Отже, у даній моделі запропоновано пояснення механізму безперервного економічного зростання в режимі рівноваги при повній зайнятості ресурсів.



Моделі Солоу притаманні ряд недоліків: аналізує стани стійкої рівноваги, що досягаються лише в довгостроковій перспективі; не включає фактори, що суттєво обмежують зростання в сучасних умовах (ресурсні, екологічні, соціальні); багато екзогенних змінних доцільно було б визначати у середині моделі і т.д.

Близькими до теорій зростання, за предметом та методами дослідження, є теорії економічних циклів, які розглядають причини коливань економічної кон'юнктури навколо певних рівноважних значень. Рівень цікавості науковців до проблеми циклічного розвитку економіки залежить від періодичності та глибини криз, зокрема, виникнення останніх двох криз (1998-1999 рр. та 2008-2009 рр.) підтверджує актуальність даної проблеми. Причому специфіка розвитку зазначених криз обумовлює необхідність вивчення циклічного розвитку з урахуванням тенденцій до глобалізації економічних відносин, перш за все, на фінансових ринках.

При усіх варіаціях та уточненнях існують три основні теорії, що пояснюють причини циклічних коливань. Перша пов'язує цикли із динамікою капіталовкладень (Е. Хансен), друга – із нерівномірним характером інноваційного процесу (Й. Шумпетер), третя – із коливаннями грошової маси (монетаристи: М. Фрідмен, А. Шварц, Е. Долан та ін.) [7, с. 289-292]. Кожен із дослідників виділяє певний фактор та розглядає його у якості визначального, але самі наведені вище концепції розрізняються між собою не дуже суттєво.

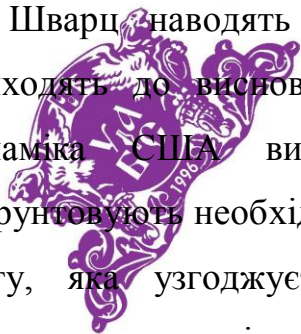
Вчені розглядають циклічні коливання різної тривалості, наприклад: «короткі хвилі» з періодом 3-5 років (Дж. Кітчін), «середні хвилі» з періодом 15-20 років (С. Кузнец, К. Жюгляр), «великі хвилі» з періодом 40-50 років (М. Кондратьєв). Одними із найбільш статистично обґрунтованими та такими, що визнаються більшістю дослідників є великі хвилі М. Кондратьєва. У своїй монографії присвяченій вивченню економічних циклів Фоміна А.В. [15, с. 15] зазначає, що Й. Шумпетер, як і Н. Д. Кондратьєв, представляв довгі цикли у виді процесу порушення і наступного відновлення економічної рівноваги.

Як зазначалось вище, однією з основних теорій, що пояснюють причини циклічних коливань коливаннями грошової маси є монетаризм. Визнання монетарних підходів пов'язано із зміною першочергових макроекономічних проблем країни з ринковою економікою: починаючи із 20-х до початку 70-х років основою проблемою вважалось безробіття, яке досить ефективно регулювалось кейнсіанськими методами; криза 1974-1975 рр. характеризувалась падінням виробництва з одночасним прискореним розвитком інфляційних процесів (ріст споживчих цін у даний період у США, Великобританії, Японії та багатьох інших країнах був більше 10%).

Як зазначає В.Д. Камаєва, підвищення цін і поява зайвої кількості грошей – це лише зовнішні прояви інфляції; її глибинною причиною є порушення пропорцій національного господарства, тобто порушення загальної рівноваги, що обумовлені зростанням ролі держави в та пануванням монополістичних тенденцій у сучасні економіці [10, с. 420]. Вирішити проблему інфляції кейнсіанськими інструментами не вдалось, що обумовило пошук нових концепцій, найбільш ефективною з яких виявився монетаризм.

Засновником теорії монетаризму вважається Мілтон Фрідмен, який сформулював постулати монетаризму, одним з яких є прагнення ринкової економіки, внаслідок своїх внутрішніх властивостей, до рівноваги та саморегулювання [11, с. 100-112]. Враховуючи даний постулат та факт використання кількісної теорії грошей Фішера, монетаризм доцільно розглядати як специфічну концепцію у межах неокласичної наукової течії.

У книзі «Монетарна історія Сполучених штатів. 1867-1960» М. Фрідмен та А. Шварц наводять результати досліджень динаміки грошової маси та приходять до висновку, що протягом майже 100 років уся господарська динаміка США визначалась зміною обсягів грошової маси. Вони обґрунтовують необхідність підтримки оптимальної динаміки грошової маси в обігу, яка узгоджується із темпами економічного росту, що створює передумови для рівноваги між фінансовим і реальним секторами економіки (тобто грошовими та товарними потоками). Дотримання наведеного правила

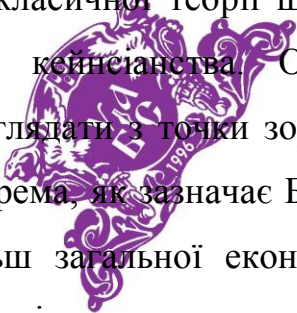


приросту грошової маси також унеможливило неконтрольовану інфляцію, причому монетаристи вважають, що порушення макроекономічної рівноваги спричиняють структури, що збільшують пропозицію грошей, а не ті економічні агенти, що пред'являють додатковий попит на гроші [10, с. 42, с. 197-198].

Проблемою розробки теорії грошей та її використання для дослідження станів рівноваги займався видатний представник школи інституціоналізму Гуннар Мюрдаль. У роботі під назвою «Грошова рівновага» (Monetary Equilibrium), яка була опублікована у 1939 році він ввів у практику аналізу поняття «очікування» (ex ante) та «здійснення» (ex post), які характеризують очікувану та фактичну величину економічної змінної. Зазначені поняття набули поширення у теорії економічної динаміки [5, с. 346-347; 7, с. 99].

Протягом першої половини ХХ століття рівноважні стани в економіці переважно досліджувались у межах неокласичної наукової течії або кейнсіанства (неокейнсіанства). З плином часу ставала очевидною нездатність інструментів економічної політики, розроблених у межах зазначених наукових течій, вирішувати все нові макроекономічні проблеми. Як наслідок, у другій половині ХХ століття основною науковою економічною течією стає так званий «неокласичний синтез». Назва даного напрямку у певній мірі відображає основну методологічну парадигму сучасних наукових досліджень: відкинути ортодоксальне слідування будь-яким теоретичним концепціям минулого та намагатись проводити свої розробки використовуючи апробовані часом концепції представників різноманітних наукових шкіл та течій.

Виникнення даного напрямку обумовлено намаганнями розвитку неокласичної теорії шляхом врахування інших наукових концепцій, перш за все, кейнсіанства. Однак, сучасні економічні дослідження не доцільно розглядати з точки зору їх жорсткої прив'язки до будь-яких теорій минулого. Зокрема, як зазначає Бартенев С.А., основна ідея «синтезу» полягає у розробці більш загальної економічної теорії, що відображає змін у господарському механізмі, результати пізніших досліджень та все позитивне, що міститься у роботах попередників [7, с. 225].



Таким чином, до «неокласичного синтезу» ми віднесли вчених, які стояли на засадах ортодоксального неокласичного синтезу, що передбачав розробку нових концепцій на основі кейнсіанства та неокласичної теорії; а також вчених наукові концепції яких важко класифікувати з точки зору наукових шкіл минулого, але їх вклад є значним для розвитку нашого розуміння економічної рівноваги.

Значимість вкладу даних вчених підтверджує той факт, що усі вчені (крім Томаса Сарджента) віднесені на рисунку 1.1 до напрямку «неокласичний синтез», а також вчені віднесені до концепції «теорія ігор» є лауреатами нобелівської премії з економіки. Необхідно підкреслити, що більшість із зазначених науковців отримали нобелівську премію з економіки за дослідження спрямовані на вивчення економічної рівноваги [16]:

- Джон Хікс та Кеннет Ерроу – «за новаторський вклад в загальну теорію економічної рівноваги і теорію добробуту»;
- Жерар Дебре – «за розробку проблем по теорії загальної економічної рівноваги»;
- Джон Харсаньї, Джон Непц, Райнхард Зелтен – «за аналіз рівноваги в теорії не коаліційних ігор»

Найбільш відомими представниками неокласичного синтезу є Д. Хікс, В. П. Леонт'єв та П. Самуельсон. Останній намагався узагальнити розробки науковців щодо різних економічних проблем розглядаючи їх як елементи загальної концепції. Основними теоретичними постулатами, на основі яких П. Самуельсон намагався інтегрувати наукові підходи до вирішення різноманітних економічних проблем виступали дві ідеї: максимізація результату та принцип руху до стану рівноваги [7, с. 225-226, с. 233-234]. Процес послідовних пристосувань економіки до умов, що змінюються породжує тенденцію до вирівнювання змінних у відповідності до умов загальної рівноваги. Одною із основоположних ідей у роботах Самуельсона є поєднання грошово-кредитної (монетаризм) та бюджетної політики (кейнсіанство) для досягнення рівноваги при високій зайнятості навіть за умов зниження потреб у робочій силі.

Основним науковим результатом В. Леонтьєва є розробка моделі «затрати-випуск», яка у табличній формі відображає взаємозв'язок між витратами (стовбці) та обсягом виробленої продукції (рядки) за допомогою «технічних коефіцієнтів». Сама ідея аналізу економічних процесів у взаємозв'язку з точки зору їх збалансованості передбачає дослідження рівноважних станів у економіці. Досить детально класична модель «затрати - випуск» В. Леонтьєва, а також різні її модифікації, що в тому числі спрямовані на вирішення задач загальної рівноваги, розглянуті у підручнику «Сучасний економічний аналіз» [8, с. 9-43]. На основі даної моделі були розроблені динамічні моделі міжгалузевого балансу, що використовувались для аналізу наслідків різних варіантів економічної політики.

Основним напрямком наукових робіт Д. Хікса є дослідження проблеми економічної рівноваги. Зокрема, він намагався сформулювати власне бачення наступних аспектів даної проблеми: напрямки досягнення економічної рівноваги, роль поведінки споживачів у процесі формування рівноважних станів, стійкість рівноваги в динамічних умовах господарства, що розвивається. Зазначені аспекти проблеми економічної рівноваги детально розглядаються Д. Хіксом у його роботі «Вартість та капітал», що була опублікована у 1939 році [17]. Структура зазначеної роботи підтверджує спрямованість досліджень автора на вивчення економічної рівноваги: із 24 розділів книги 9 безпосередньо присвячені проблемі рівноваги.

Д. Хікса можна вважати одним із основних теоретиків економічної рівноваги ХХ століття. Отримані ним наукові результати, перш за все модель IS-LM, є одним із ключових методичних підходів, що застосовуються при вивченні рівноважних в економіці [18; 19, с. 137-142; 20 с. 404, 436-438].

У 1950-х роках Кеннетом Ерроу та Жераром Дебре були проведені дослідження динамічних аспектів загальної рівноваги. На початку 50-х років ХХ ст. К. Ерроу розробив теорію колективного вбору й індивідуальних оцінок. Одним із найбільш відомих його результатів є «теорема неможливості Ерроу», яка стверджує, що єдиним універсальним способом здійснити колективний

вибір, при якому індивідуальні вибори узгоджуються один з одним, є покладання на диктатора [8, с. 125, 146]. Зміст теореми полягає у твердженні, що у загальному випадку не існує послідовного способу отримання соціальної структури із системи індивідуальних переваг, яка б не була диктаторською (відображає переваги тільки одного індивідуума) або наказовою (у певних альтернативах індивідуальні переваги не відіграють жодної ролі). Детально проблему досягнення рівноваги в процесі мажоритарного голосування (у контексті суспільного вибору), зокрема, теорему неможливості Ерроу, розглянуто у роботі Джозефа Стігліца «Економіка державного сектора» [346].

Роботи Дебре пов'язані з проблемою загальної рівноваги та математичним аналізом загальної рівноваги. У запропонованій теорії арбітражу, Ж. Дебре спробувала пояснити як функціонує ринок в умовах нерівноваги і яким чином здійснюється перехід від стану нерівноваги до стану рівноваги відповідно до теорії Вальраса. Він замінив не достатньо формалізовану концепцію так званого «вальрасівського аукціоніста», яка припускає досягнення стану рівноваги, але досконально не пояснює механізму досягнення [21]. Таким чином, теорія Ж. Дебре вдало доповнює теорію рівноваги Вальраса, оскільки через виникнення і трансформацію арбітражного доходу пояснює вихід ринку на стан рівноваги, або його досягнення як результат певної послідовності станів нерівноваги

Французький економіст Моріс Алле досліджував не рівновагу в аспекті «ринкової економіки», а рівновагу з позицій «економіки ринків». Останній термін на думку вченого повинен був підкреслити наявність множини ринків та систем цін [7, с. 231]. Теорія вибору в умовах ризику, що розроблена М. Алле прагне врахувати невизначеність майбутнього та поля вибору в умовах ризику з метою розповсюдження теорії загальної економічної рівноваги та максимальної ефективності на випадок економіки в умовах ризику.

Узагальнення теорій економічної рівноваги, які були відомі наприкінці 60-х років XX століття та їх критичний аналіз були наведені у монографії «Теории экономического равновесия» радянського вченого Б.Г. Серебрякова

(1935-1970). В основу книги покладена ідея рівноваги на ринках товарів і факторів виробництва, а також висловлено припущення, що умови рівноваги є початковими як для аналізу різних напрямів економічної теорії, так і для побудови економіко-математичних моделей виробництва, обміну і споживання. У найбільш загальній формі ця концепція представлена на рисунку 1.2 [21].

Представлена концепція відображає загальні умови, що складаються на ринках продуктів і факторів виробництва та основні співвідношення рівноваги; але не розкриває детально, які саме суб'єкти і за яких додаткових умов забезпечують досягнення стану рівноваги. Реалізація схеми, що наведена на рисунку 1.2 здійснюється у результаті діяльності всіх суб'єктів виробництва, обміну і розподілу товарів і факторів виробництва.

У роботі Б.Г. Серебрякова були сформульовані п'ять достатньо загальних передумов, які виділяли основні початкові умови загальної економічної рівноваги: максимальний прибуток для кожного підприємця; максимальна корисність для кожного індивідуума в межах його доходів; рівність доходу кожного індивідуума його попиту на предмети споживання; рівність (або пропорційність) доходу (ціни), що приносить одиниця кожного фактора виробництва, його граничної продуктивності; рівність попиту і пропозиції. Наведені передумови носять загальний характер і не дозволяють сформулювати умови рівноваги в економіці не тільки з погляду рівності попиту і пропозиції на ринку, але і з позиції рівноваги в системі моделей, що описують поведінку всіх суб'єктів ринкових відносин [21]. Разом з тим ідея щодо визначення рівноваги в економіці через діяльність і функціонування різних суб'єктів ринкових відносин заслуговує на увагу.

Більш пізніми є роботи Р. Лукса та Т. Сарджента. Останній є одним із найбільш визначних сучасних економістів США, основними його науковими роботами є «Макроекономічна теорія» та «Динамічна макроекономічна теорія», що були опубліковані у 1979 та 1987 роках відповідно. У даних роботах з поміж інших проблем макроекономіки значна увага приділяється дослідженню економічної рівноваги.

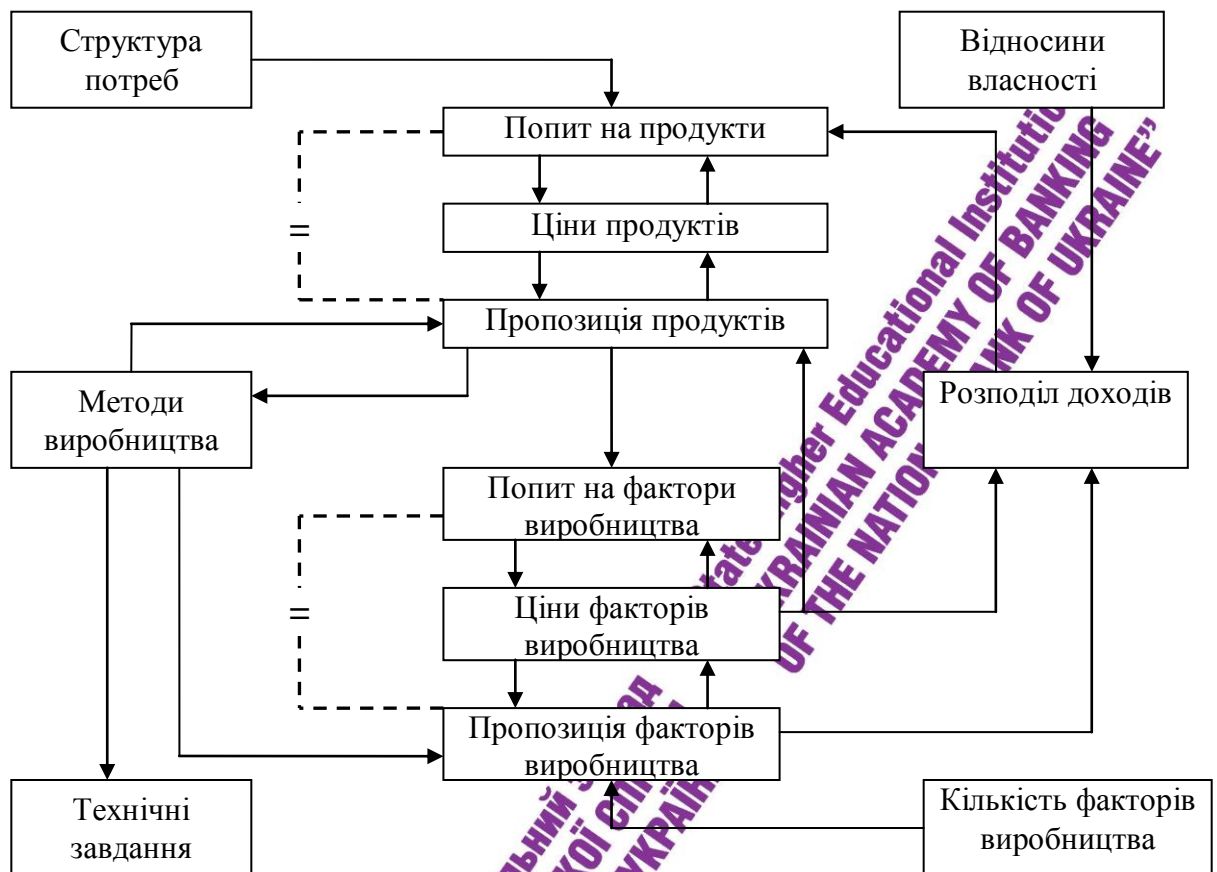


Рис. 1.2. Схема моделей загальної рівноваги [21]

У контексті дослідження теорії економічної рівноваги роботи Р. Лука цікаві у двох аспектах: по-перше, розробка теорії раціональних очікувань; по-друге дослідження проблеми рівноважного ділового циклу: у роботі «Рівноважна модель в економічному циклі» (1975 р.) досліджуються економічні цикли з точки зору теорії раціональних очікувань. Потрібно зазначити, що теорія раціональних очікувань активно використовується у наш час для дослідження різноманітних економічних проблем, у тому числі, в аспекті економічної рівноваги.

Як зазначають у своїх роботах з макроекономіки закордонні автори [19, с. 668; 20, с. 505,] Т. Сарджента та Р. Лука є основними представниками наукової школи, яка досліджує економічні процеси з позиції концепції рівноваги раціональних очікувань. Суть теорії раціональних очікувань полягає у постулаті, що очікування людей настільки ж важливі для економіки, як і

економічна політика державних органів. Раціональні очікування ґрунтуються на прогнозах, тобто на «передбаченні економічних подій». Класичний спосіб включити очікування у економічну теорію – це припустити, що той хто приймає рішення може оцінити загальний імовірнісний розподіл майбутніх подій.

Лукас і Сарджент припустили, що робочі і фірми поведуться так, немов знають «дійсну» модель економіки і прогнозують інфляцію на основі цієї моделі, а не адаптивних очікувань або будь-яких інших механістичних процесів [20, с. 505]. Важливим аспектом теорії раціональних очікувань є те, що робочі і фірми вимушені формувати свої очікування з приводу майбутніх цін на основі уявлення про майбутню політику держави. Навпаки, в концепції адаптивних очікувань прогнозування інфляції засноване на минулому. З цієї причини раціональні очікування іноді називають «очікуваннями, спрямованими вперед», а адаптивні – «очікуваннями, поверненими назад».

Деякі науковці зазначають, що рівноважний підхід раціональних очікувань, є спробою перегляду, внаслідок нездатності макроекономічної політики досягати своїх цілей у боротьбі з інфляцією в 70-х роках ХХ ст., вихідних положень сучасної макроекономічної теорії [19, с. 245-246, 667-669]. Зазначена концепція призначена для побудови всієї макроекономіки на ясному мікроекономічному фундаменті, тобто на передумові, що індивідууми максимізували користь, фірми максимізували прибуток, а ринки знаходяться в стані рівноваги.

Сучасним науковим підходом до вивчення рівноважних станів в економіці на основі застосування специфічного математичного апарату є теорія ігор. Теорія ігор була описана Джоном Нейманом і Оскаром Моргенштерном в роботі «Теорія ігор і економічна поведінка» в 1944 році. Враховуючи активне використання математичного апарату в теорії ігор, її сутність даної буде розглянуто більш детально у статті щодо моделей економічної рівноваги.

Таким чином, нами проведено ретроспективний аналіз основних теорій економічної рівноваги, за результатами якого можна сформулювати висновки

за двома напрямками: загальні та спеціальні висновки. *Загальні висновки* пояснюють загальну логіку генезису теорій економічної рівноваги:

1. рушійною силою генезису економічних теорій є зміна умов протікання економічних процесів (зміна структури споживання та виробництва, актуалізація екологічних проблем, посилення глобалізації, розвиток інформаційних технологій і т. д.);
2. кожна із розглянутих концепцій у певній мірі відображає фактичні зв'язки, реальні функціональні залежності, але жодна не може вважатись універсальною (загальною) теорією;
3. кожна із теорій, що пройшла апробацію часом та довела свою ефективність, повинні враховуватись у подальших дослідженнях.

Спеціальні висновки дозволяють прослідкувати еволюцію сутнісного змісту теорій економічної рівноваги. По-перше, прототеорії економічної рівноваги, що були сформульовані протягом XVIII-XIX, з точки зору сучасної науки, мають суттєві недоліки, але їх цінність полягає у формуванні методологічної основи для розробки теорій рівноваги XX століття.

По-друге, у XX столітті дослідження економічної рівноваги значно інтенсифікувались, що підтверджує кількість та структура теорій економічної рівноваги (рис. 1.1). Даний процес проходив за двома основними напрямками:

1. розширення проблематики досліджень на принципово новій методологічній основі (інституціоналізм, кейнсіанство, теорія ігор) або частково оновленій методології неокласицизму (монетаризм, неокласичний синтез, неокласичні теорії росту та циклів);
2. поглиблення, удосконалення та синтез прототеорій економічної рівноваги А. Маршала, І Фішера, Л. Вальраса та В. Паретто.

По-третє, проблемою економічної рівноваги у тій чи іншій мірі займався кожен видатний вчений-економіст, але найбільш повно та послідовно дана проблема почала розроблятись у роботах представників класичної школи (А. Сміт, Ж. Б. Сей) далі логічно продовжили розробку теорій рівноваги неокласики (А. Маршал, І Фішер) та представники неокласичного синтезу (Дж.

Хікс, М. Алле та ін.). Основною ідеєю, яка об'єднує роботи зазначених науковців є формулювання постулату щодо можливості досягнення ринковою економікою рівноважного стану завдяки її внутрішньому механізму. У спрощеному вигляді сутність зазначеного механізму представляється як отримання рівноважних цін внаслідок взаємодії попиту та пропозиції.

По-четверте, вивчення рівноважних станів в економіці стало основним напрямком досліджень представників лозаннської школи маржиналізму (Л. Вальраса, В. Паретто), які з одного боку методологічно тяжіють до неокласичного напрямку, але з іншого – сформулювали власне бачення проблеми економічної рівноваги (акцент досліджень зміщується від рівноваги на окремому ринку до загальної рівноваги в економіці в цілому) та інструментарій дослідження рівноважних станів в економіці (ґрунтувався на використанні математичного апарату).

По-п'яте, у ХХ столітті рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів щодо економічної рівноваги значно диверсифікувався: від практично абсолютної орієнтації на суб'єктивні чинники (інституціоналізм) до суттєвого абстрагування від їх дії (теорії росту та циклів, теорія ігор).

1.2 Сутність економічної рівноваги та класифікація її видів

Як було показано у підрозділі 1.1, вивчення рівноважних станів є одним із ключових напрямків розвитку економічної науки. Однак, абстрактність та універсальний характер терміну «економічна рівновага» обумовлюють певну аморфність та невизначеність його сутності. Нерозвиненість наукових підходів щодо розуміння сутності економічної рівноваги обумовлює зниження наукової цінності результатів досліджень рівноважних станів в економіці через проблеми пов'язані із розумінням

предмету дослідження. З іншого боку, спрямованість, методи та завдання наукових пошуків залежать від розуміння сутності сформульованої наукової проблеми, у нашому випадку, сутності рівноважних станів в економіці. Таким чином, виникає необхідність комплексного дослідження наукових підходів до визначення сутності економічної рівноваги та класифікації її видів як методологічної основи для подальших досліджень рівноваги на грошовому ринку.

У процесі дослідження економічної рівноваги вчені зосереджуються на детальному вивченні певних аспектів окремих видів (перш за все ринкової) економічної рівноваги або використовують поняття «економічна рівновага» у якості загального принципу дослідження економічних процесів не деталізуючи його зміст. Поза увагою науковців залишається проблема формування фундаментальних наукових підходів до визначення сутності економічної рівноваги. На нашу думку, такі наукові підходи можуть формуватись на основі: порівняльного аналізу рівноваги в економічних та інших (суспільних, природних та штучних) системах; узагальнення напрямків дослідження економічної рівноваги та розробки комплексної класифікації видів економічної рівноваги.

Спочатку проведемо *порівняльний аналіз рівноважних станів у суспільних, природних та штучних системах*. Використовуючи дедуктивний метод наукового пізнання, розглянемо сутність терміну «економічна рівновага» починаючи із вивчення поняття «рівновага» у різних галузях знань. Розглянемо особливості визначення рівноважних станів у межах деяких наук, що є потенційно цікавими для порівняльного аналізу з рівновагою в економіці.

Використовуючи матеріали найбільш авторитетних енциклопедичних видань на пострадянському просторі (Енциклопедії Ф.А. Брокгауза та І.А. Ефрона, Великої Радянської енциклопедії та Великої енциклопедії 2006 року) простежимо зміст та еволюцію загальних уявлень щодо рівноваги у межах різних галузях знань.

У енциклопедії Брокгауза та Ефрона, що була вперше надрукована у 1890 році, наводяться два визначення рівноваги: політична рівновага та рівновага сил [22, с. 472]. Під рівновагою політичною розуміється принцип, у силу якого держави намагаються не допустити такого посилення одної або декількох із них, що було б небезпечним для інших. Поняття «рівновага сил» розглядається у контексті статики, як розділу механіки, у якому розглядаються умови рівноваги сил, що приложені до тіла. При рівновазі сил вимагається, щоб жодна точка тіла не мала прискорення.

У третьому виданні Великої Радянської енциклопедії (1975 рік) розглядається сутність наступних понять: рівновага механічної системи, рівновага статистична, рівновага термодинамічна, рівновага хімічна, теорія рівноваги [23, с. 325-327]. Розглянемо деякі із даних визначень, що пропонують такі способи опису рівноважних станів певних систем, які можуть бути у певній мірі запозичені для визначення рівноваги в економіці.

Рівновага механічної системи — це стан механічної системи, яка знаходиться під дією сил, при якому усі її точки знаходяться у спокої по відношенню до обраної системи відліку. Якщо система відліку є інерційною рівновага називається абсолютною, у протилежному випадку — відносною. Поняття «рівноваги» є одним із ключових у механіці, зокрема, деякі розділи механіки спрямовані на вивчення станів рівноваги: рідини в рівновазі (гідростатика, як розділ гідромеханіки); рівноваги газоподібних тіл (аеростатика, як розділ аеромеханіки).

Наведене вище енциклопедичне визначення рівновага механічної системи доцільно доповнити деталізацією умов досягнення та стійкості рівноваги. У випадку системи із одним ступенем свободи достатньою умовою рівноваги є наявність локального екстремуму в точці, що досліджується. Умовою локального екстремуму функції, що диференціюється є рівність нулю її першої похідної. Для визначення, коли дана точка є максимумом або мінімумом необхідно проаналізувати її другу похідну.

Стійкість механічної рівноваги системи із одним ступенем свободи може характеризуватись трьома варіантами (рис. 1.3). По-перше, друга похідна менша нуля, тобто потенціальна енергія системи знаходиться у стані локального максимуму, як наслідок, стан рівноваги не стійкий. Якщо системи буде зміщена на невеликий проміжок, вона продовжить рух за рахунок сил, що на неї діють. По-друге, якщо друга похідна більша нуля, то потенціальна енергія системи знаходиться у стані локального мінімуму, як наслідок, стан рівноваги є стійким. Якщо системи буде зміщена на невеликий проміжок, вона повернеться назад до стану рівноваги.



Нестійка рівновага

Стійка рівновага

Байдужа рівновага

Рис. 1.3. Види стійкості механічної рівноваги [23]

По-третє, якщо друга похідна дорівнює нулю, то в даній області енергія не варіюється, а положення рівноваги є байдужим, тобто якщо система буде зміщена на невелику відстань, вона залишиться у новому стані. Якщо система має декілька ступенів свободи, то можна отримати різні результати для різних напрямків, однак рівновага буде стійкою тільки у випадку її стійкості для усіх напрямків.

Наша думка щодо подібності підходів до визначення рівноважних станів у різних науках підтверджується схемою визначення стійкості рівноважних станів в економіці, яка наведена у роботі німецьких науковців [24, с. 25]. Вони зазначають, що у залежності від зовнішніх впливів рівновага може бути стабільною, невизначеною або нестійкою. Стабільна рівновага означає, що при виникненні зовнішніх впливів рівноважний стан забезпечується внутрішніми силами. У невизначеній рівновазі ці сили відсутні, і при зовнішніх впливах первинна рівновага не відновлюється. Про нестійку рівновагу можна говорити тоді, коли зовнішні впливи є причиною прогресуючого віддалення від

початкового положення. Для ілюстрації наведених положень щодо економічної рівноваги німецькі науковці наводять рисунок ідентичний наведеній вище ілюстрації рівноваги в механіці.

Далі у Великій Радянській енциклопедії описується хімічна рівновага: стан системи, у якій зворотно протікає одна або декілька хімічних реакцій, причому для кожної із них швидкості прямої та зворотної реакцій рівні, внаслідок чого склад системи залишається постійним, доки зберігаються умови її існування.

Одним із ключових понять фізики, яка в певній мірі об'єднує наведені вище визначення механічної та хімічної рівноваги є «термодинамічна рівновага»: стан термодинамічної системи у якій вона самовільно приходить через достатньо великий проміжок часу в умовах ізоляції від зовнішнього середовища, після чого параметри стану системи уже не змінюються із часом. При рівновазі термодинамічній у системі припиняються усі незворотні процеси, що пов'язані із дисипацією енергії – теплопровідність, дифузія, хімічні реакції і т.д. Рівноважний стан системи визначається значенням її зовнішніх параметрів (об'єм, напруга електричного або магнітного поля і т.д.), а також значенням температури.

Доповнюючи наведене енциклопедичне визначення зазначимо, що на практиці умова ізоляваності означає, що процеси встановлення рівноваги протікають набагато швидше, ніж відбуваються зміни на кордонах системи (тобто зміни зовнішніх по відношенню до системи умов) і здійснюється обмін системи з оточенням речовиною і енергією. У реальних процесах часто реалізується неповна рівновага, проте міра цієї неповноти може бути істотною і неістотною.

У Великій Радянській енциклопедії, поряд із наведеними вище визначеннями рівноваги у межах природничих (фізика, хімія) та технічних (механіка) наук, також розкривається сутність соціально-історичних концепцій, які згруповані під назвою «теорія рівноваги» [23, с. 326-327]. Зазначається, що дані теорії намагаються пояснити процеси розвитку та флуктуації суспільства та його елементів на основі принципу рівноваги, запозиченого із природничих

наук. Дані концепції не являють собою теорії у строгому розумінні: поняття рівноваги використовується у якості загального пояснюючого принципу. Зокрема, коротко розглядаються наступні концепції економічної рівноваги: XVII століття (Б. Спіноза, Т. Гоббс, Г. Лейбніц); XVIII століття (Фур'є), XIX століття (О. Конт, Г. Спенсер, А. Смолл, Л. Уорд); початок XX століття (А.А. Богданов). Вказується, що з кінця 30-х років XX століття деякі ідеї теорії рівноваги отримують своє продовження не у вигляді розгорнутої теоретичної схеми, а лише як принцип пояснення. Використання даного принципу у значній мірі стимулювалось розвиненим у межах фізіології та кібернетики принципом гомеостазу та вивченням у природничих науках та техніці стійких станів. Модель динамічної рівноваги застосовується багатьма представниками структурно-функціонального аналізу у соціології.

Підсумовуючи інформацію щодо теорій рівноваги автори зазначають, що поняття рівноваги і пов'язане з ним поняття стійкості відіграють важливу евристичну роль у вивченні динамічних систем, що розвиваються, виступаючи у якості однієї із умовних точок відліку. Проблема полягає лише у тому, що на основі даних понять неможна побудувати цілісного пояснення процесів у відповідних системах.

У великій енциклопедії, що видана у Російській Федерації у 2006 році [25, с. 254-259] наведено визначення термінів: рівновага військова, рівновага механічної системи, рівновага статистична, рівновага термодинамічна, рівновага хімічна, рівноваги теорія. Сутність зазначених термінів майже повністю збігається із змістом подібних термінів, що визначені у Великій Радянській Енциклопедії, але їх зміст «очищено» від ідеологічного підтексту та скориговано на останні досягнення в науці.

Використання поняття рівноваги у математиці, у контексті вирішення прикладних задач економіки, може бути проілюстровано на основі теорії ігор. Поняття «рівновага» використовується як загальна назва принципів оптимальності ситуацій в некооперативних іграх, які характеризуються стійкістю до змін поведінки учасників або їх об'єднань. Найбільш відомою є

рівновага Неша, тобто тип рішень гри двох і більше гравців, в якому жоден учасник не може збільшити вигрощ, змінивши своє рішення в однобічному порядку, коли інші учасники не міняють рішення.

Як зазначалось вище, ми зупинились лише на аналізі тих рівноважних станів у межах природничих та технічних наук які можуть бути потенційно цікавими (корисними) для дослідження економічних процесів. Наприклад, у словнику сучасної економічної теорії Макміллана [26, с. 156], англійська версія якого є одним із самих популярних словників з економічної тематики, зазначається, що термін «equilibrium» (рівновага) запозичений із фізики та визначає таку ситуацію, коли економічні агенти або їх агрегати (наприклад ринки) не мають спонукальних причин до зміни своєї поведінки.

У економічні енциклопедії за редакцією академіка Л.І. Абалкіна [27, с. 645], наводиться наступне визначення економічної рівноваги: загальне поняття, що відноситься до різних ситуацій які характеризуються взаємодією різноспрямованих сил, вплив яких взаємно погашається таким чином, що властивості системи, які спостерігаються, залишаються незмінними. Подібні визначення економічної рівноваги, які у значній мірі співпадають із сутністю рівноважних станів у інших науках (механіка, фізика, хімія), зустрічаються також у вітчизняних науковців [28, с. 238].

Визначення поняття «рівновага» у природничих та технічних наук є досить об'єктивним: ґрунтується на виявлених залежностях та закономірностях (у більшості випадків підтверджених експериментально), що формалізуються математичним апаратом. Необхідно зазначити, що поняття «рівновага» у межах гуманітарних та суспільних наук (в тому числі в економіці) також широко застосовується. У гуманітарних та суспільних науках часто вживаються терміни: психічна рівновага, душевна рівновага, соціальна рівновага. Також активно розглядаються проблеми рівноваги між: бажаннями та можливостями їх задоволення, духовним та матеріальним, добром та злом і т.д.

Необхідно підкреслити, що поняття «рівновага» у гуманітарних та суспільних науках характеризується двома специфічними рисами. По-перше,

його доцільно розглядати з точки зору суб'єктивної природи окремої особистості, оскільки предметом досліджень даних наук є людина та пов'язані з нею процеси. По-друге, на нашу думку, також потрібно враховувати внутрішній потяг індивідуумів (в тому числі вчених) до рівноваги, як певного комфортного стану для окремої особистості. Враховуючи зазначене вище, можна стверджувати, що термін «рівновага» у суспільних та гуманітарних науках, з одного боку, набув значного розповсюдження, а з іншого — є досить аморфним та суб'єктивним. Як наслідок, вербальна, математична чи інша формалізація поняття «рівновага» у межах гуманітарних та суспільних наук обов'язково повинна супроводжуватись певними застереженнями, що уточнюють умови та сферу її застосування.

Оскільки економіка відноситься до суспільних наук, наведені вище твердження, з певними застереженнями, також стосуються рівноваги в економіці. Взаємозв'язок між економікою та іншими гуманітарними (суспільними) науками можна також простежити через певні економічні школи, які намагались поширити наукові концепції економіки на інші науки: економісти німецької історичної школи, теорія інституціоналізму.

Наведені думки щодо доцільності порівняльного аналізу рівноважних станів у соціально-економічних системах та в інших системах (фізичних, біологічних, штучних) підтверджуються змістом підручника «Моделирование экономической динамики» [29, с. 27-28], автори якого постійно проводять аналогії між соціально-економічними системами та системами, що є об'єктом досліджень у інших науках.

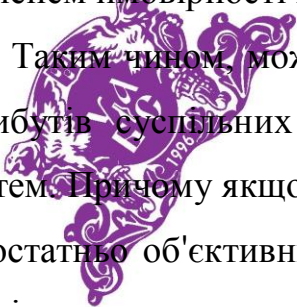
Одним із базових принципів дослідження Цилін А.М. [30, с. 4], за визнанням самого автора, є аналогія між рівноважними термодинамічними і економічними системами для незворотних і керованих процесів. Зокрема, у передмові до своєї роботи, визначаючи спрямування власного дослідження, він проводить прямі аналогії між економічними та фізико-хімічними системами. Автор зазначає, що широкий клас систем фізико-хімічної, економічної, соціальної природи складається з великого числа елементів, не керованих

безпосередньо. Термодинамічні системи складаються з великого числа молекул, економічні - з багатьох індивідуальних учасників економічної взаємодії. У всіх цих системах управлінням є зміна умов загальних для всіх елементів, що складають систему (зміна температур, тиску, хімічних потенціалів в термодинаміці; цін, податків банківських ставок і т.д. в економіці).

Досліджуючи особливості встановлення рівноваги у замкнених та закритих системах одні науковці акцентують увагу на замкнутості, закритості штучних систем («механізми», «машини») які знаходяться в стійкому, рівноважному стані, але складають лише невелику частину світу [29, с. 40]. Більшість систем, зазначають вони, є відкритими, (наприклад, біологічні і соціальні), як наслідок вони рідко знаходяться в стійкому, рівноважному стані, тому будь-які спроби зрозуміти їх в межах механістичного світогляду приречені на провал.

Ідеї щодо доцільності дослідження економічної системи як аналогу природних дисипативних структур висловлювались також О.В. Третьяковим [31, с. 12-15]. Він зазначає, що системи та структури, які знаходяться далеко від стану рівноваги та існують за рахунок обміну енергією та речовиною із оточуючим середовищем у нерівноважних умовах, у термодинаміці називають дисипативними. Дані структури являють собою приклад здатності нерівноважності слугувати джерелом впорядкованості (нової впорядкованості) стійкої завдяки взаємодії із оточуючим середовищем. Наводячи ряд аргументів, автор приходять до висновку, що людина є дисипативною структурою, як наслідок, створені нею системи і структури (у т.ч. економічні) з великим ступенем ймовірності повинні бути дисипативними.

Таким чином, можна зробити висновок, що рівновага є одним із основних атрибутів суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних систем. Причому якщо рівноважні стани у межах природних та штучних систем є достатньо об'єктивними (чіткі способи їх формалізації) то рівноважні стани суспільних систем вирізняються значною мірою суб'єктивності.

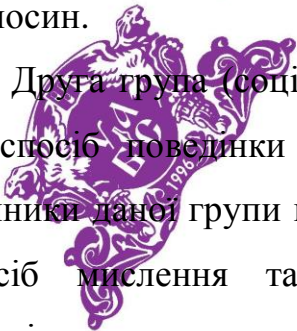


Далі проаналізуємо *напрями дослідження економічної рівноваги*. Вивчивши підходи до визначення рівноважних станів у різних галузях знань та обґрунтувавши взаємозв'язок економічної рівноваги із рівноважними станами у інших (суспільних, природних та штучних) системах, далі ми зосередимось на напрямках дослідження сутності поняття «рівновага» (equilibrium) у межах економічної науки.

Економічна наука сама по собі є досить суб'єктивною, оскільки у кінцевому підсумку зводиться до вивчення та прогнозування економічних рішень індивідуумів. Як наслідок, сутність такого абстрактного та узагальненого терміну як «економічна рівновага», у значній мірі визначається соціально-економічними умовами у межах яких він розглядається. Іншими словами, даний термін необхідно розглядати у контексті соціально-економічної парадигми, яка формується внаслідок впливу багатьох чинників, що знаходяться у взаємозв'язку.

Враховуючи зазначене вище, обґрунтованим видається підхід до групування чинників, які визначають умови в контексті яких необхідно розглядати сутність теорій економічної рівноваги, у розрізі трьох груп (табл. 1.1). Перша група чинників (переважно соціальні) через безпосередній вплив на індивідуумів визначають спосіб їх поведінки у економічних відносинах. До даної групи віднесено чинники, що визначають специфіку реалізації соціально-економічних відносин, перш за все, через вплив на свідомість індивідуумів-учасників даних відносин. Тобто дана група чинників визначає особливості економічної поведінки різних груп індивідуумів, що є суб'єктами економічних відносин.

Друга група (соціально-економічні) – приблизно у рівній мірі визначають як спосіб поведінки індивідуумів так і параметри економічних процесів. Чинники даної групи приблизно в однаковій мірі впливають, з одного боку, на спосіб мислення та глибинні мотиви прийняття економічних рішень індивідуумами, а з іншого – на організацію та специфіку протікання економічних процесів.



Таблиця 1.1

Основні чинники формування соціально-економічної парадигми

Переважаю соціальні	Переважаю економічні	Соціально-економічні
пануюча світоглядна парадигма («картина світу» переважної кількості індивідуумів)	розвиток інформаційних технологій	спосіб участі держави в соціально-економічних процесах (ринкова, командно-адміністративна або змішана моделі)
наукова картина світу	технологічний прогрес	транснаціоналізація соціально-економічних процесів
релігійні погляди	зміна структури споживання	демографічні тенденції
рівень освіти	зміна структури виробництва	екологічні проблеми
культурно-етнічні чинники		зменшення запасів природних ресурсів
		геополітичні тенденції
		географічні чинники

Джерело: власна розробка

Третя група (переважаю економічні) – безпосередньо впливають на спосіб протікання економічних процесів. Дана група чинників включає загальносвітові тенденції, що переважно змінюють спосіб організації економічних відносин. У дану групу доцільно включати загальні процеси, що обумовлюють розвиток (переважно ускладнення) форм організації економічних відносин, що у свою чергу призводить до уточнення сутності «економічної рівноваги».

Наведені вище чинники можуть різнонаправлено та із різною динамікою впливати на економічну поведінку представників різних соціальних груп, жителів окремих країн або регіонів світу. Крім того, спосіб впливу зазначених чинників у значній мірі детермінується історичним періодом. Наведені чинники знаходяться у постійній взаємодії та можуть підсилювати або нівелювати вплив один одного при формуванні специфічних рис економічної поведінки окремих індивідуумів та їх груп в певний історичний період, зокрема, в наш час.

На нашу думку, сутність визначених у таблиці 1.1 чинників, є загальновідомою та не потребує подальшої деталізації. Використовуючи результати проведеної нами систематизації генезису теорій економічної

рівноваги (які наведені у окремій роботі) можна прослідкувати вплив визначених чинників на розуміння сутності економічної рівноваги.

Враховуючи наведені вище думки щодо значної суб'єктивності сутності терміну «економічна рівновага», який необхідно розглядати у межах певної соціально-економічної парадигми, ми вважаємо не доцільним формулювання узагальненого та універсального визначення «економічної рівноваги». Пропонуємо лише ознайомитись із результатами систематизації наявних наукових підходів щодо розуміння сутності терміну «економічна рівновага». Узагальнення напрямків дослідження економічної рівноваги дозволить нам сформулювати власне (суб'єктивне) розуміння даного економічного феномену, яке дозволить нам уточнити предмет наших подальших досліджень рівноваги на фінансових ринках.

Узагальнивши наявні у науковій літературі підходи до вивчення економічної рівноваги ми виділили *сім основних напрямків дослідження рівноважних станів у економіці*: часткова та загальна ринкова рівновага; загальна економічна рівновага; рівновага макроекономічних балансів: бюджету та платіжного балансу; рівновага окремих суб'єктів економічних відносин: споживача та виробника (у тому числі внутрішньофірмова); рівновага, як властивість економіко-математичних моделей; концепція «рівновага-нерівновага»; методичні, теоретичні та нормативні виміри економічної рівноваги.

Розглянемо більш детально зазначені напрямки дослідження економічної рівноваги. Найбільш широко висвітленим у науковій літературі [27, с. 645-646; 32; 33, с. 319] є термін «ринкова рівновага», що використовується для позначення стану ринку коли попит та пропозиція збалансовані на певному рівні ціни (рівноважна ціна). Зокрема, у статті щодо рівноваги яка наведена у економічній енциклопедії за редакцією академіка Л.І. Абалкіна зазначається, що серед багаточисельних визначень економічної рівноваги найбільш розповсюдженими є два. Зокрема, у межах одного з них рівновага розглядається, як стан економічної системи, який характеризується рівністю

попиту та пропозиції усіх ресурсів. У даному випадку синонімом терміну «економічна рівновага» є «збалансованість».

У класичному підручнику з економіки Пола Самуельсона та Вільяма Нордхауса [34, с. 48] зазначається: ринковою рівновагою є така ситуація, при якій намір різних покупців та продавців урівноважені, тобто ринок встановлює рівноважну ціну, яка одночасно задовольняє бажання продавців та покупців.

У контексті проблеми ринкової рівноваги вивчаються: порядок встановлення рівноважної ціни; особливості впливу функцій попиту та пропозиції на рівноважні ціни; чинники, що спричиняють порушення ринкової рівноваги (оподаткування, контроль над цінами і т.д.). Основними підходами до вивчення ринкової рівноваги є: по-перше, вивчення рівноваги на окремих ринках (часткової рівноваги) та загальної рівноваги на усіх ринках; по-друге, вивчення рівноваги на конкурентних та не конкурентних (монополія, моносонія, дуополія, олігополія і т.д.) ринках.

Ринкова рівновага досить детально розглядається в одному із найпопулярніших англійських підручників з економічної теорії, авторами якого є Кемпбелл Р. Макконелл та Стенлі Л. Брю [35, с. 67-68, с. 224-235]. Причому спочатку розглядається порядок визначення рівноважної ціни та рівноважного обсягу на окремих ринках, а потім вивчаються підходи до визначення рівноважного ВВП.

Пол Самуельсон та Вільям Нордхаус наводять власне бачення часткової та загальної ринкової рівноваги. За допомогою аналізу часткової рівноваги досліджується поведінка окремого ринку, домашнього господарства або підприємства при незмінності ситуації на усіх інших ринках та решті частини економіки [34, с. 255]. Вони також уточнюють, що у реальному житті не існує послідовності у часі при визначенні цін (споживчих потреб, витрат, граничних витрат) на окремих ринках. Усі ці процеси часткової рівноваги протікають одночасно. Причому усі рішення щодо витрат та споживчих потреб, пропозиції та попиту, ефективності факторів і т.д. є частинами одного глобального, одночасного та взаємопов'язаного процесу.

За допомогою аналізу загальної рівноваги визначається як (та наскільки успішно) взаємодіють усі домашні господарства, компанії та ринки [34, с. 255-256]. Логічна структура загальної рівноваги: домогосподарства, які намагаються максимізувати задоволення від споживання різних товарів (максимізують корисність), поставляють фактори виробництва та купляють товари, у той час як підприємства, які керуються бажанням отримати прибуток (максимізують прибуток), переробляють фактори, що отримані від домогосподарств, які потім продають тим же домогосподарствам. Потік грошей у середині кругообігу рухається у напрямку протилежному напрямку потоку товарів та факторів. На відміну від аналізу часткової ринкової рівноваги, при дослідженні загальної рівноваги ціни та обсяги визначаються на усіх ринках одночасно із врахуванням ефекту зворотних зв'язків.

У межах дослідження загальної ринкової рівноваги необхідно також згадати роботи Л. Вальраса та В. Паретто. У зазначених роботах вивчається статична загальна ринкова рівновага в «ідеальних» умовах чистої ринкової конкуренції. Не зважаючи на певну невідповідність робіт зазначених авторів реаліям сьогодення, вони вважаються класичними з погляду теоретичного аналізу рівноважних станів в економіці.

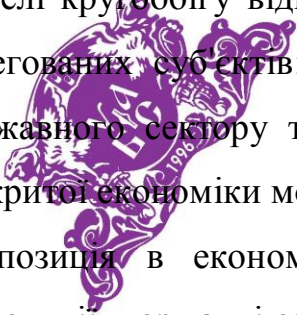
У процесі дослідження часткової рівноваги у більшості випадків вивчаються наступні види ринків: товарів та послуг; факторів виробництва (земля, робоча сила та капітал); грошей. Ринки капіталу та грошей, з точки зору формування рівноважної ціни у вигляді ставки відсотку, доцільно розглядати у сукупності як фінансовий ринок.

При розгляді економічної рівноваги як результату взаємодії попиту та пропозиції, поняття «рівновага» певною мірою ототожнюється із поняттям «рівноважна ціна». Отже науково-методичні підходи до регулювання цін безпосередньо впливатимуть на стан економічної рівноваги. У зазначеному аспекті видаються цікавими ідеї Макаренка М.І. щодо структури механізму цінового регулювання. Він виділяє два блоки даного механізму: перший являє собою вплив держави на ціни, а другий – вплив цін на суміжні параметри

економіки. Другий блок включає наступні цілі: на мікроекономічному рівні – здешевлення продукції та підтримка конкурентного середовища; на мезоекономічному – пропорційність розвитку галузей та регіонів; на макроекономічному – оптимальна рівновага макроринків; на мегаекономічному – зовнішньоторговельна збалансованість економіки [36, с. 78-79]. Усі наведені цілі другого блоку прямо або опосередковано спрямовані на забезпечення рівноваги на різних рівнях економічної системи.

Другим магістральним напрямком вивчення рівноважних станів є дослідження загальної економічної рівноваги. Дослідження загальної економічної рівноваги досить тісно пов'язані із наведеними вище підходами до вивчення загальної ринкової рівноваги. Однак, у процесі вивчення загальної економічної рівноваги рівноважний стан розглядається як окрема характеристика певної макроекономічної системи (кейнсіанська та монетариська теорії); тоді як при дослідженні загальної ринкової рівноваги концентруються на умовах та механізмі забезпечення одночасної рівноваги на основних ринках (неокласичні теорії).

Виділення макроекономічної теорії було обумовлено роботами Д.М. Кейнса та завершилось приблизно через 60 років після того як остаточно у роботах А. Маршала сформувалась мікроекономічна теорія. Специфіка предмета макроекономіки зумовлює використання особливих методів дослідження, насамперед, макроекономічного моделювання, а також принципів агрегування та рівноваги. Застосування останніх двох принципів в макроекономічному моделюванні можна розглянути на основі найпростішої моделі кругообігу відкритої економіки, яка складається із чотирьох основних агрегованих суб'єктів: сектору домогосподарств, підприємницького сектору, державного сектору та зовнішнього сектору. Умови рівноваги даної моделі відкритої економіки можна сформулювати наступним чином: ВВП, або сукупна пропозиція в економіці, дорівнює сумі чотирьох доданків (споживання, інвестиції, державні закупівлі, чистий експорт). Дане співвідношення визначає ВВП за видатками та вважається одним із основних у кейнсіанській

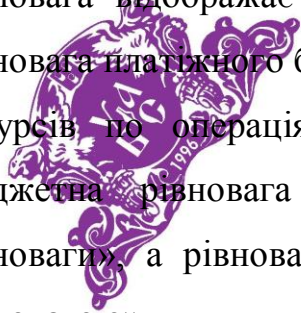


макроекономічній теорії. Звісно наведеним рівнянням далеко не обмежуються наукові результати кейнсіанства у аспекті вивчення рівноважних станів, але його можна вважати одним із ключових (таким, що визначає зміст інших концепцій) у макроекономічній теорії.

Однією із найбільш відомих макроекономічних моделей рівноваги, що побудовані на кейнсіанській методології є модель IS-LM (модель Хікса), яка дозволяє знайти співвідношення номінальної ставки відсотка та доходу, при яких досягається спільна рівновага на ринках благ та грошей [37, с. 227-229].

Як зазначалось вище, іншим напрямком дослідження загальної рівноваги, як окремої характеристики певної макроекономічної системи, є монетаризм. Даний теоретичний напрямок ґрунтується на неокласичній кількісній теорії грошей І. Фішера, сутність якої виражається широко відомим рівнянням обміну. Воно відображає рівновагу (збалансованість) платіжних засобів (грошової маси) та товарно-грошових операцій (вартості товарів, робіт та послуг, які продаються за гроші). Остаточно теорія монетаризму сформувалась у роботах М. Фрідмена, який сформулював постулати, що являють основою даної наукової концепції. У межах нашого дослідження найбільш цікавими є постулат щодо прагнення ринкової економіки, внаслідок своїх внутрішніх тенденцій, до рівноваги та саморегулювання; а також постулат щодо необхідності переважного використання грошових інструментів для регулювання економіки [38, с. 21-57, с. 216-249].

Сутність третього напрямку полягає у вивченні економічної рівноваги макроекономічних балансів: бюджету та платіжного балансу. Бюджетна рівновага відображає рівень збалансованості доходів та витрат бюджету, а рівновага платіжного балансу – збалансованість притоку та відтоку фінансових ресурсів по операціям з нерезидентами. У зазначеному вище контексті бюджетна рівновага розглядається як основний елемент «внутрішньої рівноваги», а рівновага платіжного балансу ототожнюється із «зовнішньою рівновагою».



Потрібно підкреслити, що даний напрямок вивчення рівноважних станів, на відміну від розглянутих вище, більше орієнтований на розробку саме практичних заходів державної політики. Інструменти регулювання внутрішньої та зовнішньої рівноваги у більшості випадків розглядаються у межах монетарної (грошово-кредитної) та фіскальної (бюджетно-податкової) політик. Зазначені інструменти є взаємопов'язаними, тому існує проблема їх оптимального набору з точки зору реалізації цілей державної політики у контексті досягнення як внутрішньої так і зовнішньої рівноваги.

В умовах глобалізації економічних процесів більший акцент у наукових дослідженнях робиться на зовнішню рівновагу [31, с. 23-27, с. 47-48; 39; 40]. Зокрема, проблема забезпечення внутрішньої та зовнішньої рівноваги в умовах фіксованих валютних курсів, а також внутрішньої рівноваги при плаваючих валютних курсах детально розглянута у роботі П. Ліндрет [41, с. 384-412].

Четвертий напрямок вивчення економічної рівноваги деталізує підходи до вивчення рівноважних станів на мікрорівні, що розглядалась нами вище у межах концепції часткової ринкової рівноваги. Сутність даного напрямку полягає у дослідженні рівноваги на рівні окремих суб'єктів економічних відносин, перш за все, споживачів та виробників (підприємств). Зокрема, рівновагу великих та середніх підприємств із децентралізованою організаційно-управлінською структурою також доцільно розглядати на внутрішньофірмовому рівні. Рівновага на рівні основних економічних агентів широко висвітлена у довідково-енциклопедичній літературі економічного спрямування: рівновага споживача [26, с. 156; 28, с. 238; 33, с. 319;] та рівновага виробника [28 с. 238; 26, с. 156].

Узагальнюючи визначення терміну «рівновага споживача» (consumer equilibrium), що наведені у зазначених вище літературних джерелах, можна сформулювати наступне розуміння даного терміну: структура витрат споживача на придбання набору товарів при якій максимізується загальна корисність даного набору (у межах існуючого бюджету), що має місце при

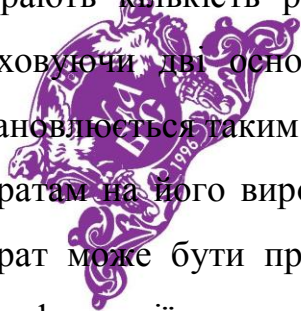
рівності граничних корисностей (на одиницю витрат) товарів, що входять до набору.

Зазначене правило забезпечення рівноваги споживача можна формалізувати наступною рівністю: $MU_1/MU_2=P_1/P_2$. Тобто співвідношення граничних корисностей (MU) двох товарів дорівнює співвідношенню цін (P) даних благ.

У економічній енциклопедії [4, с. 265] наведено наступне визначення рівноваги виробника: вибір виробником такого співвідношення капіталу та праці, яке дає змогу максимізувати обсяги виробництва за заданих витрат або мінімізувати витрати на заданий обсяг продукції.

У словнику сучасної економічної теорії Макмілана наводиться визначення терміну «equilibrium (рівновага)» [26, с. 156]. При розкритті сутності даного терміну зазначається, що він запозичений із фізики та визначає таку ситуацію, коли економічні агенти або їх агрегати, такі як ринки, не мають спонукальних причин до зміни своєї поведінки. Також уточнюється, що по відношенню до окремих економічних агентів, таких як споживач (consumer) або фірма (firm), даний термін вказує на ситуацію, при якій агент не відчуває тиску або не має стимулів до зміни існуючого стану, так як приданих умовах та існуючих обмеженнях він не може покращити свого становища з точки зору будь-якого економічного критерію.

Для забезпечення рівноваги виробник (підприємство), що намагається максимізувати свій прибуток, слідує подібним до споживача, але більш складним умовам. Підприємства, що функціонують на конкурентних ринках обирають кількість ресурсів, які повинні бути витрачені та обсяг випуску враховуючи дві основні умови [34, с. 257-258]. По-перше, обсяг випуску встановлюється таким чином, щоб ціна кожного товару дорівнювала граничним витратам на його виробництво ($MC_1/MC_2=P_1/P_2$). Співвідношення граничних витрат може бути представлено у вигляді коефіцієнту, який показує умови трансформації одного товару у інший.



По-друге, намагаючись максимізувати прибуток, підприємства, використовують таку кількість кожного ресурсу, щоб його граничний продукт у грошовому виразі дорівнював його ціні. Наведену думку можна представити у вигляді формули 1.1:

$$\frac{\text{Граничний продукт землі у вигляді товару}}{\text{Граничний продукт праці у вигляді товару}} = \frac{\text{ціна на землю}}{\text{ціна на працю}} \quad (1.1)$$

Дане рівняння справедливе для усіх підприємств, які використовують працю та землю для виробництва товару 1. Крім того, воно також справедливе для усіх факторів виробництва та для усіх товарів, що виробляються.

Рівновага окремого виробника на ринках, що наближаються до умов досконалої конкуренції, можна визначити як рівність його граничних витрат та граничного доходу ($MC = MR$, де MC – граничні витрати, MR – граничний дохід) [10, с. 166-171]. Оскільки на ринках досконалої конкуренції графік граничного доходу є горизонтальною прямою, наведена вище умова також визначає рівноважну ринкову ціну ($P = MC = MR$).

Довгострокова конкурентна рівновага фірми досягається, при дотриманні трьох умов: 1) усі фірми галузі максимізують прибуток; 2) у жодної фірми не має стимулів для входу або виходу із галузі, так як усі фірми у галузі отримують нульовий економічний прибуток (даний показник враховує альтернативні витрати і є позитивним фактичним прибутком); 3) ціна продукту забезпечує рівність сукупного попиту та пропозиції у галузі.

В сучасних умовах транснаціоналізації виробництва та ускладнення організаційної структури підприємств при вивченні рівноваги на рівні окремих економічних агентів необхідно також враховувати внутрішньофірмові відносини у межах окремого підприємства. Зазначені відносини формалізуються засобами управлінського обліку та трансфертного ціноутворення. Зокрема, систему трансфертного ціноутворення у комерційних банках доцільно розглядати не лише з точки зору внутрішньобанківської рівноваги, а також враховувати її вплив на ефективність перерозподілу

фінансових ресурсів в економіці держави [42, с. 283]. Більш детально порядок застосування методик трансфертного ціноутворення для забезпечення рівноваги банку нами буде розглянуто у розділі 3 даного дослідження.

П'ятий напрямок щодо розуміння сутності рівноважних станів полягає у розумінні економічної рівноваги, як певної властивості системи, яка, перш за все, повинна враховуватись при розробці економіко-математичних моделей [29; 43; 44]. До даного напрямку можуть бути віднесені наукові концепції, що розглядалась нами у першій частині статті, які ґрунтуються на подібності рівноважних станів в економіці та інших природних та штучних системах. У статті В.Г. Чаплигіна [43] зазначається, що будь-яку економічну проблему можна сформулювати таким чином, що рівновага буде являти собою певний стан системи при якому задовольняються умови, які називаються «умовами рівноваги». Дані умови не є універсальними та підбираються індивідуально для побудови моделей рівноваги, що описують взаємодії в конкурентній економіці – стан економічної системи в умовах конкуренції у будь-який момент часу може бути виражений у вигляді вирішення системи нерівностей. На думку автора необхідно уникати використання поняття «рівновага» по відношенню до конкретної історичної ситуації і використовувати їх лише в теоретичному аналізі, коли існує можливість встановити усі змінні величини необхідні для визначення рівноважного стану.

Подібного підходу до визначення сутності економічної рівноваги дотримуються автори підручника «Моделирование экономической динамики» [29, с. 17]. Вони зазначають, що для динамічних економічних систем однією із найважливіших характеристик є стан рівноваги. Стійкість системи пов'язана з її прямуванням до стану рівноваги, яка припускає таке функціонування елементів системи, при якому забезпечується підвищена ефективність руху до цілей розвитку. У реальних умовах система не може повністю досягти стану рівноваги, хоча і прагне до нього. Елементи системи функціонують по-різному в різних умовах, і їх динамічна взаємодія постійно впливає на рух системи. Система прагне до рівноваги, на це направлені зусилля управління, але,

досягаючи його, вона зразу ж відхиляється від рівноважного стану. Таким чином, стійка економічна система постійно знаходиться в стані динамічної рівноваги, вона безперервно коливається щодо положення рівноваги, що є не тільки її специфічною властивістю, але і умовою безперервного виникнення суперечностей як рушійних сил еволюції.

Далі автори підручника безпосередньо наводять власне розуміння рівноваги, під якою вони розуміють стан, який зберігається як завгодно довго при відсутності зовнішніх впливів. Тобто рівноважний стан системи – це такий її стан із якого система не вийде внаслідок дії лише внутрішніх причин (не має таких внутрішніх сил, які б намагались та були б у змозі змінити стан рівноваги). Зокрема, у якості «очевидних» прикладів наводиться стан рівноваги на ринку певного товару та рівновага політичних сил у суспільстві [29, с. 71].

У межах даного напрямку, також доцільно розглянути особливості врахування рівноваги у якості параметра макроекономічної моделі (квартальної прогнозу моделі (КПМ)), що розроблена та застосовується фахівцями Національного банку України для опису трансмісійного механізму монетарної політики в Україні [44, с. 59]. Однією із основних рис моделі, що виділені авторами, є чітко визначений і узгоджений рівноважний стан, який виражається у спрямовуванні траєкторії змінних моделі до рівноважних значень у довгостроковій перспективі: розв'язок КПМ прямує до чітко визначеного рівноважного стану, що є узгодженим із станом збалансованого зростання. Траєкторія збалансованого зростання (рівноважного стану) визначається у моделі екзогенним шляхом, з використанням міжнародного досвіду та експертних очікувань щодо довгострокових тенденцій української економіки [44, с. 60]. Автори моделі зазначають, що чітко визначений рівноважний стан також є дуже важливим для прогнозних цілей, так як отриманий за допомогою моделі прогноз не може прямувати до значення, що є неімовірним або внутрішньо неузгодженим. Враховуючи зазначене вище, можна зробити висновок, що у проаналізованій нами роботі поняття «рівноважний стан» та «збалансоване зростання» є тотожними.

Шостим напрямком дослідження економічної рівноваги ми вважаємо концепцію «рівноваги-нерівноваги», що висунута російськими науковцями [10, с. 283]: якщо припустити, що в якийсь момент має місце рівновага, то вона досить швидко і постійно порушується і приблизно з такою же швидкістю відновлюється, тобто даний процес можна представити як коливання навколо точки рівноваги. Тоді правомірно говорити про рівновагу як про щось недосяжне й одночасно таке, що має місце, такий стан прийнято називати «рівновага-нерівновага». У цьому аспекті економіка нічим не відрізняється від оточуючої нас природи, що буквально пронизана подібними процесами.

Наведене вище розуміння економічної рівноваги має для нас два суттєвих аспекти. По-перше, підтверджується наша гіпотеза (висунута за результатами у першому розділі даної роботи) щодо необхідності врахування того факту, що рівновага є одним із основних атрибутів суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних (створених людиною) систем. По-друге, автори акцентують на необхідності розуміння сутності економічної рівноваги як постійного діалектичного взаємозв'язку рівноважних та не рівноважних станів, тобто стану «рівновага-нерівновага». У зазначеному підході акцентується увага на необхідності вивчення економічної рівноваги, як динамічного процесу коливання навколо точки рівноваги (а не абстрактної статичної рівноваги).

На нашу думку, своїм напрямком дослідження економічної рівноваги можна вважати плюралістичний підхід наведений у підручнику з макроекономіки Б. Фельдерера, Ш. Хомбурга [24, с. 24-26]. Вони зазначають, що поняття «рівновага» є вихідним у вченні про народне господарств і займає в ньому центральне місце. Проте воно не має єдиного або хоч би пануючого визначення, як наслідок, постійно виникає плутанина. На думку німецьких науковців розрізняють три головні концепції економічної рівноваги: методична, теоретична, нормативна.

Перша концепція пов'язана із природно-науковим розумінням і характеризує рівновагу як тимчасове досягнення спокою, стан інерційності. Економічна система знаходиться в рівновазі тоді, коли ендогенні змінні (при

стабільних екзогенних змінних) не змінюються протягом певного часу. По-друге, теоретично поняття рівноваги по відношенню до ринку виражається в наступному: ринок звичайно знаходиться в рівновазі тоді, коли відповідають плани попиту і пропозиції.

По-третє, нормативне поняття рівноваги часто ототожнюється з бажаним станом рівноваги, що зафіксований у законодавстві. Автори зазначають, що починаючи з 1967 року в ФРН «загальноекономічній рівновазі» надано нормативне визначення через визначення чотирьох господарсько-політичних цілей: стабілізація рівня цін, підвищення зайнятості, зовнішньоекономічна рівновага, пропорційне і безперервне економічне зростання.

Таким чином, ми дослідили основні напрямки визначення сутності економічної рівноваги, кожен із яких має ряд специфічних рис, що обумовлюються метою, інструментами та методологічною основою досліджень рівноважних станів. Для більш детального вивчення сутності рівноважних станів в економіці у їх взаємозв'язку пропонуємо розглянути класифікацію видів економічної рівноваги.

Далі дослідимо класифікацію видів економічної рівноваги. Спробами класифікації видів економічної рівноваги активно займалися вітчизняні та російські науковці. Однією із найбільш ґрунтовних видається класифікацію типів економічної рівноваги, що наведена у дисертаційному дослідженні Стародубова Н. Н. [45, ст. 21]. Зокрема, у автор обґрунтовує доцільність використання двох нових ознак класифікації економічної рівноваги: за фазами суспільного відтворення та за соціально-економічними наслідками.

На основі систематизації розглянутих вище напрямків дослідження рівноважних станів в економіці, враховуючи наявні підходи щодо класифікації видів економічної рівноваги [46; 47] та власне розуміння сутності рівноважних станів в економіці, нами запропонована удосконалена класифікація видів економічної рівноваги (табл. 1.2).



Класифікація видів економічної рівноваги

№ п/п	Критерій класифікації	Види економічної рівноваги	Сутність
1	За сутністю	ринкова	формалізується виключно через рівноважну ціну, як результат взаємодії попиту та пропозиції на ринку
		не ринкова	формалізується через параметри економічної системи, що не визначаються ринковим механізмом (теорія ігор і т. д.)
		проміжна	формалізується через параметри економічної системи, що опосередковано визначаються ринковим механізмом.
2	За методологічною основою	неокласична	рівновага є глибинною внутрішньою властивістю ринкового механізму
		неокейнсіанська	ринковий механізм не забезпечує автоматичного досягнення рівноваги
		неоклас. синтезу	врахування кейнсіанських розробок на неокласичній основі
		інші	врахування у якості методологічної основи підходів відмінних від зазначених основних наукових течій
3	За відношенням до дійсності	ідеальна	абстрактна модель, що характеризує теоретичні взаємозв'язки між величинами (переважно в умовах досконалої конкуренції)
		реальна	повністю обумовлюється закономірностями, що притаманні фактичним економічним процесам (переважно в умовах недосконалої конкуренції)
		змішана	має ознаки ідеальної та реальної економічної рівноваги
4	За охопленням ринків	загальна	усі ринки
		суміжна	декілька пов'язаних ринків
		часткова	окремий ринок
		не ринкова	формалізується через параметри, що не визначаються ринковим механізмом
5	За соціально-економічними наслідками	позитивна	характеризується економічним зростанням, низьким рівнем безробіття і т.д. (іноді ототожнюється з оптимальним станом економічної системи)
		негативна	не досягаються макроекономічні та інші цілі, що притаманні позитивній рівновазі
		детермінована	рівень позитивності визначається певними умовами
6	За врахуванням змінності економічних процесів	статична	фіксація параметрів для теоретичного вивчення їх відхилень від рівноважних значень
		динамічна	вивчення економічної системи у процесі її розвитку (часто інтерпретується, як циклічні коливання навколо рівноваги)
7	За способом формалізації за допомогою математичного апарату	лінійна	формалізує найпростіші (лінійні) зв'язки між параметрами
		нелінійна	визначається більш складними (не лінійними) зв'язками між показниками
		матрична	формалізує зв'язки між масивами параметрів
		стохастична	визначається досить складними зв'язки між показниками, що можуть мати імовірнісний характер
8	За рівнем	спеціальний апарат (теорія ігор)	формалізує складні зв'язки між параметрами за допомогою окремого математичного апарату
		глобальна	на рівні наднаціональної (світової) економіки
		макроекономічна	на рівні національної економіки
		мезоекономічна	на рівні регіону, галузі і т.д.
		мікроекономічна	на рівні окремих економічних агентів, перш за все, споживачів та виробників. Для останніх також враховується внутрішньофірмова рівновага.

Продовження таблиці 1.2			
9	За фазами суспільного відтворення	сфера виробництва	характеризується баланс факторів виробництва та елементів продуктивних сил
		сфера розподілу	визначається ефективним функціонуванням перерозподільних систем (фінансова, транспортна і т.д.)
		сфера обміну	визначається збалансованість попиту і пропозиції
		сфера споживання	визначається збалансованістю споживчих потреб та пропозиції товарів (послуг) за обсягами та структурою
10	За метою дослідження	теоретична	дослідження фундаментальних причинно-наслідкових зв'язків у соціально економічних процесах
		практична	результати вивчення рівноваги можуть безпосередньо використовуватись для прийняття економічних рішень
		теоретико-практична	метою є удосконалення теоретичних знань та розробка практичних рекомендацій
11	За видами ринків	товарів	встановлюється на ринках товарів та послуг
		факторів виробництва	встановлюється на ринках факторів виробництва: земля, робоча сила, капітал.
		грошей	встановлюється на грошових ринках
		не ринкова	безпосередньо не визначається на ринках

Джерело: сформовано автором на основі [45; 46; 47]

Оскільки сутність визначених видів економічної рівноваги розкрита у таблиці 1.2, більш детально зупинимось на аналізі запропонованих критеріїв у їх взаємозв'язку (рис. 1.4).

Як видно із рисунку 1.4, ми пропонуємо аналізувати ознаки економічної рівноваги з позицій характеристики предмету досліджень основних теорій у межах яких ґрунтовно вивчалась економічна рівновага. Предмет досліджень зазначених теорій відображає сутність терміну «економічна рівновага» у контексті окремої теорії.

Нами виділено два основні критерії (1 та 2) які відображають логіку структурування взаємозв'язків між іншими ознаками та дозволяють визначити три типи (ринкова, проміжна, не ринкова) та шість підтипів (неокласична, лозаннської школи маржиналізму, неокейнсіанська, монетаризму, теорії ігор) економічної рівноваги. Критерії від 3-го до 10-го дозволяють всебічно охарактеризувати визначені типи та підтипи економічної рівноваги.

У розрізі визначених завдань, нами сформульовано ряд висновків. По-перше, поняття «рівновага» є імпліцитною характеристики більшості суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних систем. Часто підходи до визначення сутності рівноважних станів в економіці та інших науках

є подібними, однак у природничих та технічних науках вони характеризуються більшим рівнем об'єктивності (підтверджені експериментально та формалізовані математично).

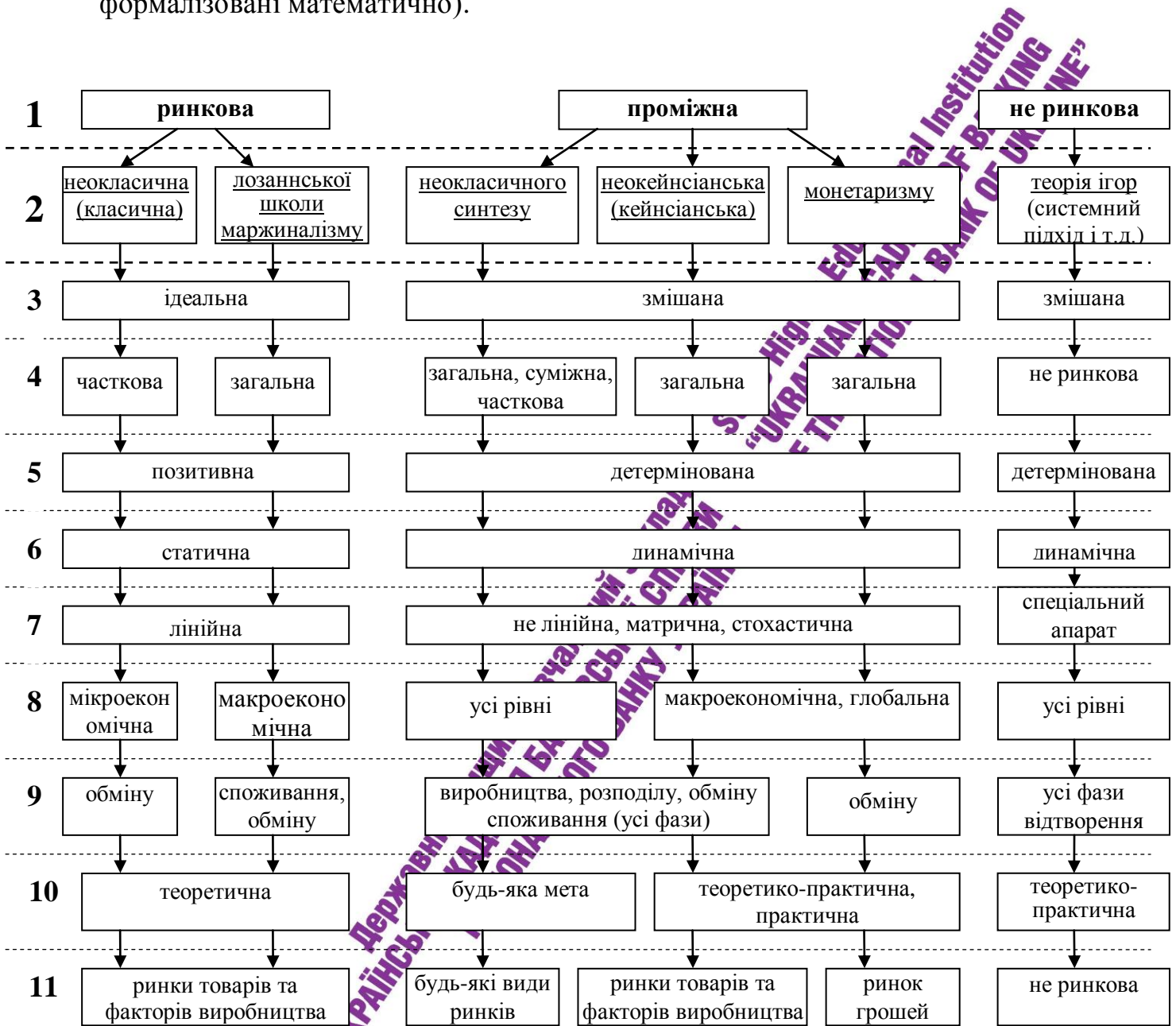


Рис. 1.4. Взаємозв'язок видів економічної рівноваги (власна розробка)

По-друге, нами вивчено сім напрямків дослідження економічної рівноваги, найбільш розповсюдженими з яких є часткова та загальна ринкова рівновага, рівновага споживача та виробника, рівновага як параметр економічних моделей. Вивчені напрямки дослідження є взаємопов'язаними та взаємодоповнюючими. Не зважаючи на суттєві відмінності, економічна рівновага в цілому характеризується збалансованістю та пропорційністю

економічних процесів: виробництво та споживання, пропозиція та попит, виробничі витрати та доходи, матеріально-речовинні та фінансові потоки і т.д.

По-третє, нами запропонована класифікація видів рівноваги та визначено взаємозв'язок між різними критеріями класифікації. Дана класифікація ґрунтується на систематизації та узагальненні існуючих підходів, а також відображає наше бачення структури та взаємозв'язку рівноважних станів в економіці. Отримані результати розглядаються нами як методологічна основа подальших досліджень механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці.

1.3 Науково-методичні підходи до моделювання рівноважних станів у економіці

Моделювання є основним методом дослідження економічної рівноваги. Необхідності використання певних моделей витікає із сутності рівноважних станів у економіці. У науковій літературі відсутня всебічна класифікація моделей економічної рівноваги. Визначення класифікаційних ознак, які дають можливість систематизувати моделі економічної рівноваги у розрізі їх суттєвих властивостей, дозволить узагальнити наукові підходи до формування таких моделей, а також більш глибоко дослідити їх зміст та оцінити напрямки подальшого розвитку.

Не зважаючи на суттєві відмінності у наукових підходах до вивчення економічної рівноваги, які були досліджені нами у попередньому підрозділі роботи, у більшості наукових джерел її сутність зводиться до збалансованості та пропорційності економічних процесів (економічних відносин) у межах певної економічної системи [27, с. 645-646; 4 с. 265; 33 с. 319]. Таким чином, фактично ми досліджуємо різні стани деякої системи, що складається з суб'єктів, відносин між ними та об'єктів, стосовно яких дані відносини реалізуються. У свою чергу, економічну систему, з метою подальшого її

вивчення, доцільно описувати із використанням різноманітних моделей: графічних, функціональних, статистичних і т. д.

Розглянемо більш детально основні складові економічної системи, функціонування яких формалізується за допомогою моделей економічної рівноваги. Основним та єдиним «активним» елементом будь-якої економічної системи, який визначає порядок функціонування інших складових, виступають суб'єкти економічних відносин. У кінцевому підсумку суб'єктами економічних відносин виступають окремі індивідууми та їх групи. Однак, економічна діяльність індивідуумів часто опосередковується через певні інститути: юридичні особи різних видів, державні інститути, громадські організації і т.д. Зазначені інститути мають складну внутрішню структуру та специфічний механізми узгодження та реалізації економічних рішень. Складність прийняття та прогнозування економічних рішень окремих суб'єктів враховується у сучасних моделях економічної рівноваги через застосування спеціальних інструментів: теорії раціональних очікувань, стохастичних математичних методів, теорії ігор.

У загальному вигляді об'єктами економічних відносин вважається широкий спектр економічних ресурсів: трудові, матеріальні, нематеріальні, фінансові і т.д. Однак, у більшості випадків наведені вище об'єкти мають свою грошову вартість, яка у сфері обміну набирає форму ціни. Таким чином, спрощується процес формалізації об'єкта економічних відносин у моделях рівноваги: будь-який вид економічних ресурсів у загальному вигляді можна описати ціною та обсягом попиту на нього .

Види економічних відносин, які формалізуються у межах моделей економічної рівноваги, нічим не обмежуються. У попередньому дослідженні нами показано, що економічна рівновага може досліджуватись як поза ринкового механізму так і у контексті функціонування ринкових відносин. Крім того, економічну рівновагу розглядають на різних рівнях (мікроекономічному, мезоекономічному та макроекономічному), а також у межах різних фаз суспільного відтворення (сфера виробництва, сфера розподілу, сфера обміну, сфера споживання). Таким чином, види економічних відносин, які

формалізуються у межах моделей економічної рівноваги, визначаються лише метою, предметом та завданнями наукового дослідження.

Одними із основних загальнонаукових методів, що використовуються у процесі моделювання економічної рівноваги є абстракція та агрегування. Абстракція (абстрагування) – спрощення об'єкта, що досліджується, шляхом виключення з аналізу певного ряду його деталей [48, с.368]. Агрегування – метод дослідження, сутність якого полягає в об'єднанні в єдине ціле на основі певних ознак множини економічних суб'єктів, явищ та процесів [49, с. 30].

У науковій літературі немає єдиного підходу до класифікації моделей економічної рівноваги. О. І. Пономаренко, М. О. Перестюк, В.М. Бурим наводять наступний розподіл моделей: модель «витрати-випус» Леонтьєва, динамічні багатогалузеві моделі, оптимальні траєкторії динамічних моделей, моделювання процесів економічного зростання [8]. У підручнику «Математические методы в экономике» використовується наступна класифікація математичних моделей: макроекономічні та мікроекономічні; теоретичні та прикладні; оптимізаційні та рівноважні; статичні та динамічні, детерміновані та стохастичні [14, с. 17-19]. Причому із наведених у даному підручнику підходів щодо класифікації слідує, що на думку авторів, усі основні математичні моделі, які застосовуються у економіці, у тій чи іншій мірі можна вважати моделями економічної рівноваги.

На основі критичного опрацювання вітчизняної та зарубіжної наукової літератури, а також враховуючи власні висновки та узагальнення нами запропонована наступна класифікація моделей економічної рівноваги (табл. 1.3). Розглянемо особливості формування моделей економічної рівноваги за допомогою деталізації змісту наведених у таблиці 1.3 видів моделей економічної рівноваги.

За сутністю нами визначено три види моделей економічної рівноваги: ринкові, не ринкові, проміжні. Дана ознака визначає предмет дослідження та загальні умови формування моделей економічної рівноваги. Враховуючи дану ознаку, можна уточнити елементи економічної системи (суб'єкти, об'єкти та

економічні відносини), рівновага якої буде досліджуватись на основі побудови моделей.

Наступний критерій класифікації (за методологічною основою) дає можливість уточнити загальнонаукові та методологічні міркування, що використовуються при побудові моделі: кейнсіанські; неокласичні; некейнсіанські, неокласичного синтезу та інші.

У кейнсіанській моделі провідна роль належить ефективному попиту, що формується на ринку благ та грошей, тобто в рамках IS-LM моделі. Поведінка економічних суб'єктів і рівень розвитку техніки визначається наступними функціями: виробнича, заощаджень, податкових відрахувань, імпорту, інвестицій, попиту на гроші, вартості попиту на працю; а також екзогенними параметрами: ціни пропозиції праці, номінальної пропозиції грошей, державних витрат, обсягом експорту. [50, с. 227].

Таблиця 1.3

Класифікація моделей економічної рівноваги

№ п/п	Критерій класифікації	Види моделей економічної рівноваги	Зміст
1	За сутністю	ринкові	основним параметром є рівноважна ціна, як результат взаємодії попиту та пропозиції на ринку
		не ринкові	використовуються параметри економічної системи, що не визначаються ринковим механізмом (моделі побудовані на засадах взаємодії окремих суб'єктів тощо)
		проміжні	використовуються параметри економічної системи, що опосередковано визначаються ринковим механізмом.
2	За методологічною основою	неокласичні	основний принцип побудови: рівновага є глибинною внутрішньою властивістю ринкового механізму
		кейнсіанські (некейнсіанські)	основний принцип побудови: ринковий механізм не забезпечує автоматичного досягнення рівноваги
		неокласичного синтезу	ґрунтуються на врахуванні кейнсіанських розробок на неокласичній основі
		інші	врахування у якості методологічної основи підходів відмінних від зазначених основних наукових течій
3	За відношенням до дійсності	ідеальні	абстрактна модель, що характеризує теоретичні взаємозв'язки між величинами (переважно в умовах досконалої конкуренції)
		реальні	повністю обумовлюється закономірностями, що притаманні фактичним економічним процесам (переважно в умовах недосконалої конкуренції)
		змішані	має ознаки ідеальної та реальної економічної рівноваги

Продовження таблиці 1.3

4	За охопленням ринків	загальної рівноваги	рівновага розглядається на усіх ринках та рівнях агрегування даних
		сумісної рівноваги	будуються для визначення умов, за яких в рівноважний стан одночасно прийдуть два чи більше взаємопов'язаних ринка
		часткової рівноваги	описують рівновагу на одному ринку
		не ринкові	формалізується через параметри, що не визначаються ринковим механізмом
5	За врахуванням змінності економічних процесів	статичні	відображають стан рівноваги економіки в окремий момент часу не враховуючи процес, що привів економіку в даний стан
		динамічні	характеризують процес встановлення рівноваги в економіці та потенційну можливість економічної системи вийти зі стану рівноваги під дією певних екзогенних факторів.
6	За способом формалізації за допомогою математичного апарату	лінійні	формалізує найпростіші (лінійні) зв'язки між параметрами
		нелінійні	визначається більш складними (не лінійними) зв'язками між показниками
		матричні	формалізує зв'язки між масивами параметрів
		стохастичні	визначається досить складними зв'язки між показниками, що можуть мати імовірнісний характер
		спеціальний апарат (теорія ігор)	формалізує складні зв'язки між параметрами за допомогою окремого математичного апарату

Джерело: сформовано автором на основі [8; 14; 19; 48-52]

На думку кейнсіанців, ціни на блага та фактори виробництва, при найми деякий час, не змінюються навіть при наявності дефіциту чи надлишків. В такому випадку відбувається кількісне (за обсягами) пристосування до нової рівноваги через дію мультиплікатору. При цьому результати цінового та кількісного пристосування можуть відрізнитися. Кейнсіанці звертають увагу на наявність багатьох недоліків в функціонуванні ринкового механізму: влада монополій, адміністративне регулювання цін, здійснення угод на основі довгострокових договорів, невизначеність значень економічних параметрів, що визначають рішення економічних суб'єктів [51, с. 542]. В кейнсіанській моделі загальної економічної рівноваги розглядається питання: яка економічна кон'юнктура буде створена ринковим механізмом в короткостроковому періоді і чи необхідний в даному періоді вплив держави.

В основі концепції неокласиків 70-х років (епоха «неокласичного відродження») лежать роботи Р. Лукаса, Т.Сарджента, Н.Уоллеса [52, с. 432].

Макроекономічна модель нових класиків в явному вигляді містить тільки ринок благ, а інші макроекономічні ринки представлені опосередковано через функції сукупного попиту та сукупної пропозиції. Основні припущення макроекономічних моделей нових класиків: досконала гнучкість відносних цін, раціональність очікувань економічних суб'єктів при їх неповній поінформованості про розвиток господарської кон'юнктури і економічних заходів уряду.

Ґрунтуючись на наведених вище припущеннях, вважається: попит і пропозиція у вартісному вираженні завжди рівні; при відсутності державного регулювання національного господарства об'єм виробництва досягає рівня національного доходу повної зайнятості; передбачувані заходи стабілізаційної політики не здійснюють впливу на економічну кон'юнктуру; не прогнозовані дії уряду в умовах раціональних очікувань змінюють обсяг виробництва і темп інфляції, проте такі заходи підсилюють невизначеність економічного середовища в якому господарюючи суб'єкти приймають рішення, знижуючи тим самим ефективність політики.

Неокейнсіанство виникло в результаті злиття двох напрямків розвитку економічного аналізу. Один із них являє собою мікроекономічну фундацію макроекономічних постулатів Дж. Кейнса і виступає в якості подальшого розвитку неокласичного синтезу. Також, стверджуючи негнучкість ціни в короткостроковому періоді, неокейнсіанство досліджує нецінові (кількісні) пристосування попиту та пропозиції, в ході яких на ринках виникають стани надлишкового попиту чи пропозиції. Рівновага, що виникла в результаті такого пристосування при нерівноважних цінах та обсягах називається квазірівновагою. На відміну від класичної рівноваги, квазірівновага не є Парето-оптимальним станом економіки. Цей напрямок досліджень також називається теорією нерівноваги [50, с. 465,500].

Неокейнсіанська модель описує взаємодію трьох макроекономічних суб'єктів – сектору домашніх господарств, підприємницького сектору та

державного сектору – на трьох макроекономічних ринках: благ, праці та грошей.

Наступним критерієм класифікації моделей економічної рівноваги є *відношення до дійсності*. Як правило, вибір між реальним та ідеальним моделюванням робиться відповідно до мети дослідження. У теоретичних дослідженнях (фундаментальних причинно-наслідкових зв'язків у соціально економічних процесах) використовуються ідеальні моделі. Практичні дослідження, метою яких є безпосереднє використання результатів вивчення рівноваги для прийняття економічних рішень, тяжіють до реальних моделей.

Теоретико-практичні дослідження, метою яких є удосконалення теоретичних знань та розробка практичних рекомендацій, використовують певний проміжний варіант моделей, в яких загальноекономічні процеси та причинно-наслідкові зв'язки пов'язуються із певними, визначеними дослідником, реальними умов розвитку економіки та суспільства.

Типовим прикладом різниці між ідеальним та реальним моделюванням є клас Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) моделей, які на початку етапу нового неокласичного синтезу використовувалися в основному для теоретичного аналізу, та згодом була доведена їх спроможність пояснювати фактичну динаміку макроекономічних показників і давати достовірні прогнози. Розроблені на основі DSGE-підходу практичні моделі широко використовуються центральними банками різних країн. Умовно їх можна розділити на два класи: гібридні моделі та неповні DSGE.

Гібридні моделі будувалися в два етапи: першим етапом було знаходження рівноважних значень змінних а інший стосувався побудови рівнянь поведінки змінних навколо їх рівноважного стану. Прикладом таких моделей є модель Європейського центрального банку, модель центрального банку Норвегії RIMINI та Economic Group Model Резервного банку Австралії.

Гібридні моделі були дуже популярними в 80-90х роках минулого століття, однак на той час висувалися аргументи, що економічна теорія, яка описує поведінку рівноважних величин, має також визначати динаміку

наближення змінних до рівноваги. Тобто, динаміка має базуватись на теорії, властивій для моделі, а не бути наслідком статистичних властивостей даних. Побудовані за таким принципом моделі отримали назву Incomplete DSGE (QPM Банку Канади, FPS Резервного банку Нової Зеландії). У науковій статті Петрика О. та Шоломоцького Ю. [53] наведено схему, яка ілюструє співвідношення між теоретичною та емпіричною повнотою моделей.

Економетричні моделі рівноваги, що використовувались для вироблення економічної політики та прогнозування у 80-тих роках минулого століття розглянуті у підручнику Р. Дорнбуша та С. Фишера [19, с. 437-441]. Зокрема, автори наводять коротку характеристику наступним «великим» (мають значну кількість рівнянь та включають тисячі змінних) макроекономічним моделям: модель WEFA (Wharton Econometric Forecasting Associates, Inc.), яка розроблена комерційними структурами з метою продажу отриманих на її основі аналітичних та прогнозних даних щодо ВВП, інфляції, рівнів випуску в окремих галузях; модель MPS, використовувалась Федеральним резервним управлінням у Вашингтоні для оцінки різних варіантів своєї політики; модель BEA (Bureau of Economic Analysis) підтримується та використовується Міністерством торгівлі США та інші. Зазначені вище моделі ґрунтуються на розширеному IS-LM підході до опису сукупного попиту та сукупної пропозиції.

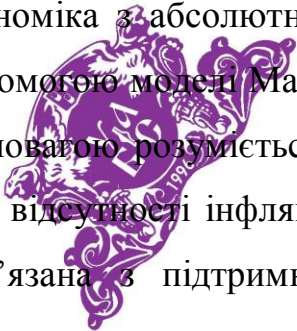
Далі пропонуємо розглянути класифікацію моделей економічної рівноваги за критерієм охоплення ринків. Одними із перших загальноприйнятих моделей економічної рівноваги були розроблені А. Маршалом моделі часткової рівноваги на ринку окремого товару за умов досконалої конкуренції. Він запропонував універсальний підхід щодо дослідження процесу формування рівноважної ціни на окремих ринках (товарів, факторів виробництва, грошей). Сутність даного підходу полягала у врахуванні як функції попиту та факторів, що її визначають, так і функції пропозиції та чинників, що її обумовлюють. Зазначені функції наводились у вигляді графіків, на перетині яких визначалась рівноважна ціна та рівноважний обсяг. Таким чином, зазначений вид моделей рівноваги носили переважно

графічний характер, були статичними та використовували значну кількість допущень.

Найбільш відомі моделі економічної рівноваги на ринку олігополії побудовані з використанням міркувань теорії ігор, що пояснюється невеликою кількістю діючих в моделі суб'єктів, що давало можливість висувати гіпотези про можливі стратегії їх поведінки (моделі Курно, Бертрана, Штакельберга). Моделі часткової економічної рівноваги додатково можуть бути класифіковані за видом ринку, який досліджується: модель рівноваги на ринку товарів, факторів виробництва (земля, робоча сила, капітал), грошей.

Класичний приклад моделі сумісної економічної рівноваги – «модель IS-LM». Модель IS-LM досліджує порядок одночасного формування рівноваги на ринках благ, грошей та цінних паперів. Виходячи з міркувань, покладених в основу моделі, для визначення умов досягнення сумісної рівноваги необхідно поєднати дві множини: парних значень рівня національного доходу і ставки процента, що відповідають рівновазі на ринку благ (лінія IS) та ринку грошей (лінія LM). Ця модель вперше була запропонована Дж.Р.Хіксом у 1937 році в якості способу наочного відображення економічної концепції Кейнса та отримала після публікації у 1949 книги А.Хансена [50, с. 174].

Теоретичний аспект внутрішньої і зовнішньої рівноваги часто розглядається з використанням моделі IS-LM, модифікованої шляхом додавання третьої кривої BP, яка показує рівновагу платіжного балансу. Ця модель будується для різних режимів валютних курсів – фіксованого та плаваючого, а також для різного ступеня мобільності капіталу. Відкрита економіка з абсолютною мобільністю капіталу може бути проаналізована за допомогою моделі Мандела-Флемінга [54, с. 389]. При цьому під внутрішньою рівновагою розуміється баланс попиту і пропозиції на рівні повної зайнятості при відсутності інфляції (або її стабільно низькому рівні). Зовнішня рівновага пов'язана з підтримкою нульового сальдо платіжного балансу за умови визначеного режиму валютного курсу.



Явища і процеси, що протікають на окремих макроекономічних ринках перебувають у тісному взаємозв'язку. Моделі загальної економічної рівноваги будуються з метою виявлення загальних закономірностей розвитку та дослідження умов функціонування усіх національних ринків. У сучасній економіці існує декілька альтернативних моделей загальної економічної рівноваги, що пов'язано з існуванням різних підходів до моделювання поведінки економічних суб'єктів на різних ринках. Історично першою моделлю загальної економічної рівноваги є модель Вальраса. Відомі також кейнсіанська, неокласична модель та моделі неокласичного синтезу.

При проведенні порівняльного аналізу неокласичної та кейнсіанської моделей загальної економічної рівноваги виявляється, що їх автори приходять до протилежних висновків за двома питаннями: чи нейтральні гроші та чи здатен ринок забезпечити Парето-оптимальний стан загальної рівноваги. Неокласики на обидва питання дають позитивну відповідь, кейнсіанці – негативну. Розходження між цими школами при інтерпретації сутності ринкового господарства і його ефективності витікають з різних уявлень про поведінку економічних суб'єктів, про сутність та роль окремих інструментів ринкового механізму та про часовий інтервал, щодо якого доцільно оцінювати результати функціонування ринку.

«Неокласичний синтез», як етап розвитку економічної думки дозволив виявити умови сумісності неокласичної та кейнсіанської концепцій та подолати деякі протиріччя у вихідних передумовах. В результаті доповнення IS-LM моделі міркуваннями, що відображають можливі реакції ринку праці на зміну рівня цін, утворилася макроекономічна модель, що ілюструє процес досягнення економікою стану загальної рівноваги, шляхом взаємного пристосування сукупного попиту та сукупної пропозиції. Така узагальнена кейнсіанська модель комплексно відображає економічні наслідки екзогенних імпульсів, що виникають при зміні умов виробництва [14, с. 257].

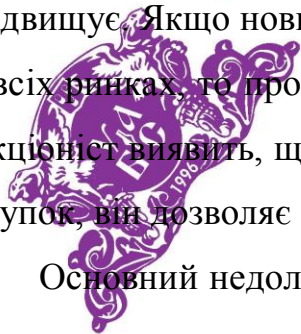
Наступним критерієм класифікації моделей економічної рівноваги є врахуванням *змінності економічних процесів*. Статика вивчає стан економічних

об'єктів, що мають відношення до певного моменту або періоду часу, без врахування зміни цих параметрів у часі. У динамічних задачах відображається не тільки залежність змінних від часу, але і їх взаємозв'язки у часі. Наприклад, динаміка інвестицій впливає на динаміку величин основного капіталу, що в свою чергу є важливим фактором зміни обсягу випуску.

Час в економічній динаміці може розглядатися як неперервний або дискретний [49, 198]. Дискретні динамічні моделі використовують при моделюванні на основі статистичних даних (оскільки статистичні показники завжди прив'язані до конкретних моментів в часі), найчастіше в таких моделях використовується апарат рівнянь дискретного приросту. Використання безперервного часу можливе лише в моделях з функціональним зв'язком між змінними, дозволяє використовувати при аналізі моделі апарат диференціальних рівнянь. Більшість відомих динамічних моделей існує як в неперервному, так і в дискретному варіантах.

Типовим прикладом статичної моделі є загальна економічна рівновага Вальраса. Для ілюстрації принципової можливості встановлення рівноважної системи цін, Вальрас залучав в якості умовного агента Аукціоніста, без дозволу якого учасники ринкових угод не могли здійснювати обмін. Спочатку Аукціоніст виголошує набір відносних цін, на основі якого всі продавці повідомляють йому заплановані обсяги продажу, а покупці – обсяги купівлі. Аукціоніст корегує структуру відносних цін якщо при даному наборі цін плани продажу та купівлі не співпадають. Вартість благ, за якими пропозиція перевищує попит, Аукціоніст знижує, а ціни за якими попит більше пропозиції – підвищує. Якщо новий набір цін не забезпечує рівноваги попиту та пропозиції на всіх ринках, то процедура корегування повторюється. І тільки після того, як Аукціоніст виявить, що названа ним система цін балансує плани усіх продаж та покупок, він дозволяє обмін [50, с. 473].

Основний недолік статичних моделей в тому, що вони не дають відповіді на питання про те, яким чином економіка приходить до стану рівноваги і в якому випадку може з нього вийти. Тому на зміну статичним моделям зазвичай



розробляються динамічні аналоги, засновані на подібних міркуваннях, проте з врахуванням розвитку процесів у часі. Типовим прикладом такої еволюції є статична модель «витрати-випуск» Леонт'єва. Для врахування в цій моделі фактору часу, відбувалося поступове удосконалення апарату аналізу міжгалузевого балансу в напрямку диференціації галузей за ступенем впливу на динаміку розвитку економіки та часового лагу. В наслідок цього з'явилися динамічна модель Леонт'єва, модель динамічного багатогалузевого балансу (або π -модель), широковідома модель Неймана та модель Гейла, як узагальнення моделі Неймана [48, с. 9, с. 43-45, с. 59].

Окремий клас динамічних моделей складають моделі економічної динаміки, найбільш відомими та детально вивченими є моделі Харрода-Домара, Філіпса, Хікса, Самуельсона, Рамсея.

Останнім критерієм класифікації моделей економічної рівноваги, що розглядаються нами у межах даної роботи є *спосіб формалізації за допомогою математичного апарату*. Даний критерій можна вважати одним із основних, адже через підбір математичного інструментарію враховуються усі інші особливості моделювання економічної рівноваги, що розглядалися нами вище. Як видно із таблиці 1.3 нами виділено наступні види моделей економічної рівноваги за даним критерієм: лінійні, матричні, нелінійні, стохастичні та сформовані із застосуванням спеціального математичного апарату (теорія ігор). Наведені види моделей економічної рівноваги у певній мірі відображають загальну логіку еволюції їх змісту, яка безпосередньо пов'язана із розвитком (ускладненням) математичного апарату.

Найбільш простими є лінійні моделі, що мають вигляд системи лінійних рівнянь. Типові приклади лінійних моделей: модель загальної рівноваги Вальраса, павутиноподібна модель ринку окремого товару Маршала.

Сутність динамічної лінійної моделі рівноважного ціноутворення на окремому ринку найчастіше подається у вигляді одного лінійного рівняння (формула 1.2) [49, с. 202; 19, с. 139]:

$$D_t(p_t) = S_t(p_{t-1}) \quad (1.2)$$

де D_t – величина попиту в період часу t за рівня ціни p_t ,

S_t – величина пропозиції товару на ринку в період часу t за рівня ціни минулого часового інтервалу p_{t-1} .

На основі рівняння (1.2) різні автори проводять глибокі дослідження властивості моделі: в дискретному випадку з використанням апарату кінцевих різниць та поняття еластичності попиту і пропозиції, у випадку неперервності функцій попиту та пропозиції – з використанням апарату диференціальних рівнянь. Головним питанням, що досліджується у даному випадку, виступають значення параметрів моделі за яких ринок має точку стійкої рівноваги.

Такі моделі є найбільш простими з точки зору алгебраїчного розв'язку, складність якого підвищується тільки ростом кількості змінних та рівнянь. При побудові моделей, спираються на принцип «пропорційності впливу» - зміна кожного фактору призводить до пропорційної зміни результуючого показника, при цьому рівень і напрямок такого впливу не залежить від інших змінних факторів моделі.

Основний недолік моделей даного класу – лінійне рівняння не завжди достатньо адекватно відображає взаємозв'язок між факторами. Тому результати виявляються наближеними, часто носять тільки теоретичний характер. Як наслідок, лінійні моделі, перш за все, були характерні для етапу зародження теорій економічної рівноваги (XVIII-XIX століття). Даний стан речей обумовлюється наступними факторами: недостатність статистичних даних, нерозвиненість окремих напрямків математичного апарату, відносна простота відносин між економічними агентами.

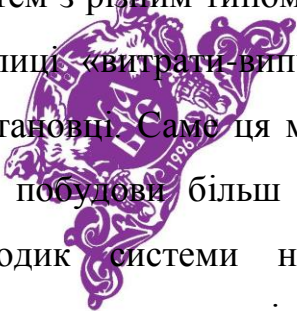
В основі побудови матричних моделей покладено спеціальний апарат матричних перетворень. Типовими моделями матричного типу є моделі міжгалузевого балансу (Леонт'єва, Неймана, Гейла тощо). Деякі автори відносять дані моделі до лінійних, через те що моделюванню підлягають лінійні залежності, проте ми виділяємо їх в окремий клас, через те, що більшість

тверджень, лем, аналітичних процедур використовують спеціальні поняття та теореми матричного апарату.

Модель Леонтьєва являє собою деталізовану модель росту валового суспільного продукту та національного доходу. Базою для динамічної моделі Леонтьєва є статична модель міжгалузевого балансу в грошовому виразі, яка відображає виробництво і розподіл валового суспільного продукту в галузевому розрізі, міжгалузеві виробничі зв'язки, використання матеріальних і трудових ресурсів, створення та розподіл національного доходу [49, с. 131].

Таблиця «витрати-випуск» характеризує процеси відтворення в економіці за матеріально-речовим та вартісним складом щодо видів економічної діяльності, які ґрунтуються на основі чинних класифікаторів видів економічної діяльності. Таблиця складається з трьох основних складових, так званих квадрантів: проміжне споживання, кінцеве використання, валовий внутрішній продукт [53, с. 583]. У колонках таблиці відображено вартісний склад валового випуску за видами економічної діяльності щодо витрат окремих видів товарів та послуг, які використані у процесі виробництва (I квадрант), та доданої вартості (III квадрант), а в рядках – використання кожного виду товарів та послуг на проміжне споживання і кінцеве використання. Для кожного виду діяльності загальний обсяг випуску дорівнює обсягу використання. Як вироблені, так і використані товари та послуги відображені за вартістю їх споживання, тобто з урахуванням торговельно-транспортної націнки і податків (за винятком субсидій на продукти).

В основу найсучасніших досліджень структури і динаміки економічних систем з різним типом їхньої соціальної організації покладена статична модель таблиці «витрати-випуск» (ТВВ) у змістовній інтерпретації і математичній постановці. Саме ця модель протягом довгого часу була і залишається базою для побудови більш «тонких» динамічних моделей ТВВ та вдосконалення методик системи національних рахунків. Особливості формування та застосування динамічних міжгалузевих моделей розглянуто у навчальному посібнику «Моделювання макроекономічної динаміки» [13, с. 145-230].



Класична постановка статичної моделі ТВВ полягає у побудові системи з n рівнянь з n невідомими показниками обсягів випуску видів продукції у будь-якій їх класифікації (формула 1.3):

$$\sum_{j=1}^n a_{ij} x_j + y_i = x_i \quad (1.3)$$

де n – кількість видів продукції відповідно до видів економічної діяльності;
 i, j – поточні індекси видів продукції;
 x_j – валовий випуск продукції виду j ;
 y_i – кінцева продукція виду i ;
 a_{ij} – норматив питомих матеріальних витрат продукції виду i на випуск одиниці продукції виду j .

У матричній формі зазначену систему рівнянь можна представити у вигляді формули 1.4:

$$AX + Y = X \quad (1.4)$$

де $A = \begin{vmatrix} a_{11} & \dots & a_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{n1} & \dots & a_{nn} \end{vmatrix}$ – квадратна матриця коефіцієнтів прямих матеріальних витрат;

$X = (x_1, x_2, \dots, x_n)$ – вектор випуску валової продукції;

$Y = (y_1, y_2, \dots, y_n)$ – вектор випуску кінцевої продукції.

Аналогічне за математичним апаратом є формулювання таких моделей як: π -модель динамічного міжгалузевого балансу, модель Неймана, модель Гейла про які було згадано вище.

Класичним прикладом рівняння з нелінійною залежністю змінних є виробнича функція Коба-Дугласа, яка широко використовується у макроекономічних дослідженнях для моделювання сукупної пропозиції, процесу нагромадження капіталу тощо. Відповідно концепція, закладена у функцію Коба-Дугласа використовується у моделюванні рівноважного економічного зростання (наприклад, у моделі Р.Солоу). Сама виробнича функція має вигляд формули 1.5 [16, с.104]:

$$Y = F(K, L) = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1.5)$$

де A – параметр, що вимірює продуктивність наявної технології, α – стала від нуля до одиниці, що вимірює частку капіталу в доході, K, L – обсяг капіталу та праці, що задіяні у виробництві.

У рівняннях стохастичних моделей відсутня жорстка функціональна залежність між параметрами (змінними), або функціональний зв'язок враховує випадкові події. Появі стохастичних моделей сприяв розвиток статистики як науки і поява державних комітетів статистики в різних країнах. Зростаюче інформаційно-аналітичне поле дало дослідникам можливість працювати не тільки з абстрактними моделями, але й з реальними параметрами і результатами процесів, що протікають в економіці. З'явилась можливість не тільки корегувати теоретичні моделі, але й враховувати фактори, що мають випадковий характер або спричиняють несуттєвий у теоретичному плані вплив. Приклади використання стохастичних моделей у контексті теорій економічної рівноваги, а також особливості використання математичного апарату теорії ігор більш детально досліджено у нашій роботі [398].

Підходи до моделювання рівноваги еволюціонували у діалектичному взаємозв'язку із розвитком економічних відносин. По-перше, даний процес обумовлювався тим, що моделі, які формалізували взаємозв'язки в межах певної соціально-економічної парадигми, у нових соціально-економічних реаліях не могли достовірно описати стан економічної системи. По-друге, змінювались цілі та завдання досліджень, а також удосконалювався математичний апарат, що дозволяв вирішувати нові (більш складні) завдання.

Проаналізовані у роботі приклади моделей економічної рівноваги дають змогу зробити висновок щодо циклічного розвитку моделей. У загальному вигляді логіка циклічного розвитку моделей рівноваги може бути представлена трьома етапами:

1. розробка ідеальної (або наближеної до ідеальної) моделі економічної рівноваги на основі нової теоретичної концепції;
2. роботи вчених щодо подальшого розвитку моделі за наступними напрямками: підтвердження статистичними даними; перехід до

стохастичних рівнянь; врахування більшої кількості параметрів, факторів, змінних; розширення напрямків використання моделі;

3. зниження ефективності подальшого застосування моделі через її ускладнення, вимоги щодо наявності широкої статистичної бази показників та зміну соціально-економічних умов.

Підсумовуючи викладений матеріал, необхідно підкреслити, що економіко-математичні моделі, зокрема моделі економічної рівноваги, не можуть бути єдиними інструментом дослідження та прогнозування економічних процесів. Як справедливо зазначається у статті в авторитетному виданні Financial Times [58], вчені, використовуючи різноманітні математичні моделі, не змогли вчасно передбачити світову фінансову кризу та спрогнозувати її масштаби. Автори статті зазначають, що питання чому ніхто не передбачив кризу публічно поставила сама королева Єлизавета. Намагаючись дати відповідь на зазначене вище питання у червні 2009 року в Британській академії була проведена конференція за участю представників бізнесу, вчених та представників державних органів. Учасники конференції прийшли до висновку, що основою причиною, яка не дозволила вчасно спрогнозувати глобальну фінансову кризу була відсутність необхідної взаємодії між передовими науковцями. Вони передбачали наявність окремих дисбалансів у економіці, однак, ніхто не зміг виявити взаємозв'язок між даними дисбалансами на глобальному рівні та оцінити ризики для світової економіки, як єдиної системи.

Однак, Роберт Склдельський (Robert Skidelsky) у своїй статті [58] акцентує увагу на суб'єктивності процесу прийняття економічних рішень та складності формалізації економічних процесів на основі математичних моделей, як основних причинах відсутності достовірних передбачень фінансової кризи. Дане твердження стосується перш за все макроекономічного рівня, коли економічні тенденції складаються внаслідок впливу економічних рішень багатьох індивідумів.

Враховуючи зазначене вище, автор статті робить висновок, що економіку не можна вважати виключно точною наукою оскільки вона у значній мірі має риси суспільних наук. Для більш глибокого розуміння та прогнозування

економічних процесів необхідно поєднувати використання математичного апарату (перш за все на мікрорівні) із знаннями які ґрунтуються на вивченні моральних, етичних, соціальних факторів формування особистості та її поведінки при комунікації із іншими індивідуумами.

Висновки до розділу 1

1. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що основні теорії економічної рівноваги доцільно поділити на дві групи: “прототеорії економічної рівноваги” та теорії економічної рівноваги ХХ століття. З позицій сучасної економічної науки прототеорії економічної рівноваги, сформовані у межах наукових шкіл XVII–XIX століть (фізіократи, класична школа, марксизм, лозаннська школа маржиналізму і т.д.) характеризуються істотним спрощенням економічної дійсності. Однак їх цінність полягає у формуванні методологічної основи для інтенсифікації та диверсифікації досліджень економічної рівноваги у межах наукових теорій ХХ століття – неокласицизму, кейнсіанства, зростання та циклів, інституціоналізму, неокласичного синтезу, монетаризму і т.д. Кожна із розглянутих концепцій у певній мірі відображає фактичні зв'язки, реальні функціональні залежності, але жодна не може вважатись універсальною (загальною) теорією.

2. Встановлено, що у ХХ столітті дослідження економічної рівноваги значно інтенсифікувались, що підтверджує кількість та структура теорій економічної рівноваги. Даний процес проходив за двома основними напрямками: розширення проблематики досліджень на принципово новій методологічній основі (інституціоналізм, кейнсіанство, теорія ігор) або частково оновленій методології неокласицизму (монетаризм, неокласичний синтез, неокласичні теорії росту та циклів); поглиблення, удосконалення та синтез прототеорій економічної рівноваги А. Маршала, І Фішера, Л. Вальраса та В. Паретто.

3. Запропоновано при класифікації теорій рівноваги також оцінювати рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів. Будь-який предмет досліджень у гуманітарних та суспільних науках в кінцевому підсумку зводиться до вивчення окремих індивідуумів та різноманітних форм і способів взаємодії між ними. Таким чином, теорії економічної рівноваги повинні враховувати суб'єктивні фактори, що визначають економічну поведінку індивідуумів. Встановлено, що у ХХ столітті рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів щодо економічної рівноваги значно диверсифікувався: від практично абсолютної орієнтації на суб'єктивні чинники (інституціоналізм) до суттєвого абстрагування від їх дії (теорії росту та циклів, теорія ігор).

4. Рушійною силою генезису економічних теорій є зміна умов протікання економічних процесів: еволюція структури споживання та виробництва, актуалізація екологічних проблем, посилення глобалізації, розвиток інформаційних технологій і т. д.

5. Досліджено сутність терміну «економічна рівновага» на основі вивчення поняття «рівновага» у межах природничих (фізика, хімія), технічних (механіка) та гуманітарних (політологія, соціологія, психологія, історія, філософія) наук. Встановлено, що підходи до визначення сутності рівноважних станів в економіці та інших науках є досить подібними, однак у природничих та технічних науках вони характеризуються більшим рівнем об'єктивності (підтверджені експериментально та формалізовані математично). Поняття «рівновага» у суспільних та гуманітарних науках, з одного боку, набуло значного розповсюдження, а з іншого – є досить аморфним та суб'єктивним. Як наслідок, вербальна, математична чи інша формалізація даного терміну у межах гуманітарних та суспільних наук обов'язково повинна супроводжуватись певними застереженнями, що уточнюють умови та сферу його застосування.

6. Проаналізовано основні напрямки дослідження економічної рівноваги, найбільш розповсюдженими з яких є: часткова та загальна ринкова рівновага, рівновага виробництва і споживання, рівновага як параметр економічних моделей. Зазначені напрямки є взаємопов'язаними та взаємодоповнюючими. За

результатами аналізу зроблено висновок, що економічна рівновага характеризується збалансованістю та пропорційністю економічних процесів: виробництво та споживання, пропозиція та попит, виробничі витрати та доходи, матеріально-речовинні та фінансові потоки і т.д.

7. Удосконалено класифікацію видів рівноваги та визначено взаємозв'язок між різними критеріями класифікації. Дана класифікація ґрунтується на систематизації та узагальненні існуючих підходів, а також відображає авторське бачення структури та взаємозв'язку рівноважних станів в економіці. Зокрема, виділено два основні критерії класифікації економічної рівноваги: «за сутністю» та «за методологічною основою», які відображають логіку структурування взаємозв'язків між іншими ознаками. На основі першого критерію визначено три типи (ринкова, проміжна, неринкова), а на основі другого – шість видів (неокласична, лозаннської школи маржиналізму, неокласичного синтезу, неокейнсіанська, монетаризму, теорії ігор) економічної рівноваги. Інші критерії дозволяють всебічно охарактеризувати визначені типи та види економічної рівноваги.

8. Обґрунтовано класифікацію моделей економічної рівноваги за критеріями: сутність, методологічна основа, відношення до дійсності, охоплення ринків, врахування змінності економічних процесів, спосіб використання математичного апарату. Зроблено висновок, що підходи до моделювання рівноваги еволюціонували у діалектичному взаємозв'язку із розвитком економічних відносин. Даний процес обумовлювався тим, що моделі, які формалізували взаємозв'язки в межах певної соціально-економічної парадигми, у нових соціально-економічних реаліях не можуть достовірно описати стан економічної системи.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах [55; 56; 59; 60; 388; 398; 401; 404; 406].



РОЗДІЛ 2.

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ВПЛИВУ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ НА ЕКОНОМІЧНУ РІВНОВАГУ

2.1 Структура механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці

Національний фінансовий ринок, як і фінансові ринки багатьох інших держав із економікою перехідного типу, є банкоцентричним: переважний обсяг фінансових ресурсів акумулюється та трансформується комерційними банками. Інші фінансові посередники (лізингові та факторингові компанії, недержавні пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії, ломбарди) займають порівняно не значну питому вагу фінансового ринку. Відтак банківська система стає визначальним чинником впливу на динаміку усіх економічних процесів у державі, зокрема, істотно впливає на формування та підтримку рівноважних станів у економіці.

Вітчизняні та закордонні дослідники виділяють значну кількість «механізмів» у економіці. До найпоширеніших механізмів, що безпосередньо пов'язані із функціонуванням банків, можна віднести: кредитний (іпотечний) механізм [62-66], механізми пов'язані з валютними операціями [67-69], механізм інвестиційної діяльності [70-72], механізм управління банківськими ресурсами [73-76], механізми управління окремими аспектами банківської діяльності [77-79] або банківською системою в цілому [80; 81].

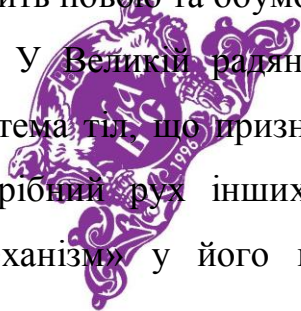
Підсумовуючи аналіз наукових публікацій, предметом яких є вивчення механізмів пов'язаних із функціонуванням банків, можна визначити основні недоліки даних робіт. По-перше, не в усіх роботах поняття «механізм» застосовується у відповідності до його класичного тлумачення, яке витікає із трактування даного поняття у технічних науках. По-друге, не завжди вивченню

елементів механізму у їх взаємозв'язку дослідники приділяють необхідну увагу. Переважно науковці концентруються на вербальному опису окремих елементів механізму, не приділяючи необхідну увагу виявленню та дослідженню основних функціональних зв'язків між його елементами. По-третє, переважно розглядаються механізми пов'язані із виконанням окремих видів банківських операцій: кредитні, валютні, інвестиційні; або розглядаються механізми управління певними аспектами банківської діяльності: ліквідністю, капіталом, ефективністю, стійкістю. Практично відсутні роботи у яких розглядаються механізми, що комплексно впливають на мікро- та макроекономічні системи.

Враховуючи зазначені вище недоліки, в основу розробки структури механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці нами покладено наступні принципи. По-перше, застосування поняття «механізм» у відповідності до його класичного тлумачення у технічних науках із необхідним уточненням враховуючи особливості економічних відносин. По-друге, визначення основним предметом дослідження взаємозв'язків між елементами механізму, що найбільш істотно впливають на рівноважні стани у економіці. По-третє комплексне вивчення механізму впливу банківської системи на рівноважні стани як на макроекономічному рівні (рівновага банку) так і на макроекономічному рівні (рівновага грошового ринку, рівновага платіжного балансу та макроекономічна рівновага).

Також потрібно підкреслити, що нам не вдалось відшукати досліджень, предметом яких був би безпосередньо механізм впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Таким чином, сформульована нами проблема є досить новою та обумовлює актуальність подальших наукових досліджень.

У Великій радянській енциклопедії термін «механізм» визначається як система тіл, що призначена для перетворення руху одного чи декількох тіл у потрібний рух інших тіл [88, с. 184]. Таким чином, визначення терміну «механізму» у його класичній (технічній) інтерпретації має два суттєвих аспекти: по-перше, це сукупність (система) тіл, які перебувають у взаємозв'язку; по-друге, призначення механізму полягає у перетворенні та



передачі руху. Дану тезу підтверджує зміст поняття «механізм» який розкривається у одному з найбільш авторитетних енциклопедичних словарів Брокгауза Ф.А., Ефрона И.А.. Зокрема автори даного словара зазначають: «Механізмом називається сукупність тіл ... Механізми слугують для передачі та перетворення руху. Як перетворювач руху механізм видозмінює швидкості та (або) траєкторії ... » [89, с. 212].

У економічному словнику за редакцією Азріліяна А.П. наводиться наступне трактування механізму: 1) послідовність станів, процесів, яка визначає собою яку-небудь дію, явище; 2) система, що визначає порядок якого-небудь виду діяльності [61, с. 476]. Дане визначення, на нашу думку, необґрунтовано розширює сферу застосування поняття «механізм» у економіці та віддаляє його від класичного змістовного навантаження. Таким чином, у відповідності до наведених вище принципів дослідження, ми будемо спиратись на класичне визначення поняття «механізм» у технічних науках.

У економічній енциклопедичній літературі виділяють значну кількість механізмів: банківського кредитування, банкрутства підприємства, дії економічних законів, господарський, грошової трансмісії, грошовий, іпотечного кредитування, регулювання світової економічної рівноваги, справляння податків, фінансовий, цін, «точного налаштування» і т. д. [27, с. 476; 3, с. 337; 90, с. 355-369].

Розкриємо зміст механізмів, які безпосередньо пов'язані із функціонуванням банківської системи. Механізм «точного налаштування», являє собою використання грошово-кредитних та бюджетно-податкових інструментів з метою впливу на сукупний попит і сукупну пропозицію у потрібному напрямку [3, с. 337]. Під грошовим механізмом розуміють спосіб за допомогою якого зміни у грошовій масі впливають на економічні процеси [27, с. 476]. Механізм банківського кредитування являє послідовність етапів надання кредитів комерційними банками та комплекс вимог, що супроводжують таке надання на кожному з них [90, с. 355]. Механізм грошової трансмісії – це механізм впливу змін пропозиції грошей на рішення

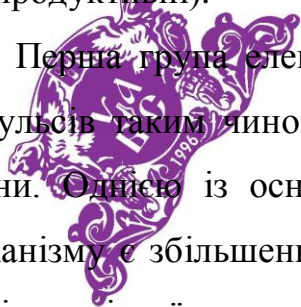
підприємств та інших суб'єктів господарювання щодо витрат на товари та послуги [90, с. 360].

Враховуючи досліджені вище підходи до визначення поняття «механізм», сформулюємо власне визначення *механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці* (далі механізм) – це сукупність елементів, що перетворюють імпульси генеровані банківською системою та передають їх до мікро- та макроекономічних систем, забезпечуючи вплив даних імпульсів на рівень урівноваженості даних систем.

Під імпульсом будемо розуміти прийняття суб'єктами економічних відносин економічних рішень або зміну економічних параметрів внаслідок дії ринкового механізму. Для кількісної характеристики потенційного впливу імпульсів генерованих банківською системою на рівноважні стани введемо поняття «*потенціал впливу*». Потенціал впливу вимірюється безпосередньою величиною змін економічних параметрів внаслідок прийняття економічних рішень або у результаті дії ринкового механізму. Фактичний економічний ефект спричинений впливом даних імпульсів на рівноважні стани, після їх проходження через елементи механізму, позначатимемо поняттям «*результат впливу*» (рис. 2.1).

У відповідності до наведених вище принципів, основним предметом дослідження будуть стійкі взаємозв'язки між елементами механізму, які забезпечують перетворення та передачу імпульсів від складових банківської системи до інших економічних систем. Як видно із рисунку 2.1, усі елементи механізму доцільно поділити на дві групи: базові (продуктивні) та допоміжні (непродуктивні).

Перша група елементів забезпечує перетворення та передачу потенціалу імпульсів таким чином, що вони спричиняють істотний вплив на рівноважні стани. Однією із основних властивостей продуктивних (базових) елементів механізму є збільшення економічного ефекту (результату) впливу імпульсів у порівнянні з їх потенціалом впливу. Наприклад, зміна базових процентних ставок центральним банком країн із розвинутою ринковою економікою на



декілька базових пунктів, може спричинити у декілька разів більшу зміну ставок за іншими інструментами фінансового ринку та суттєво вплинути на темпи росту ВВП, зайнятість населення, інфляцію та інші макроекономічні параметри, що істотно впливають на рівноважні стани.

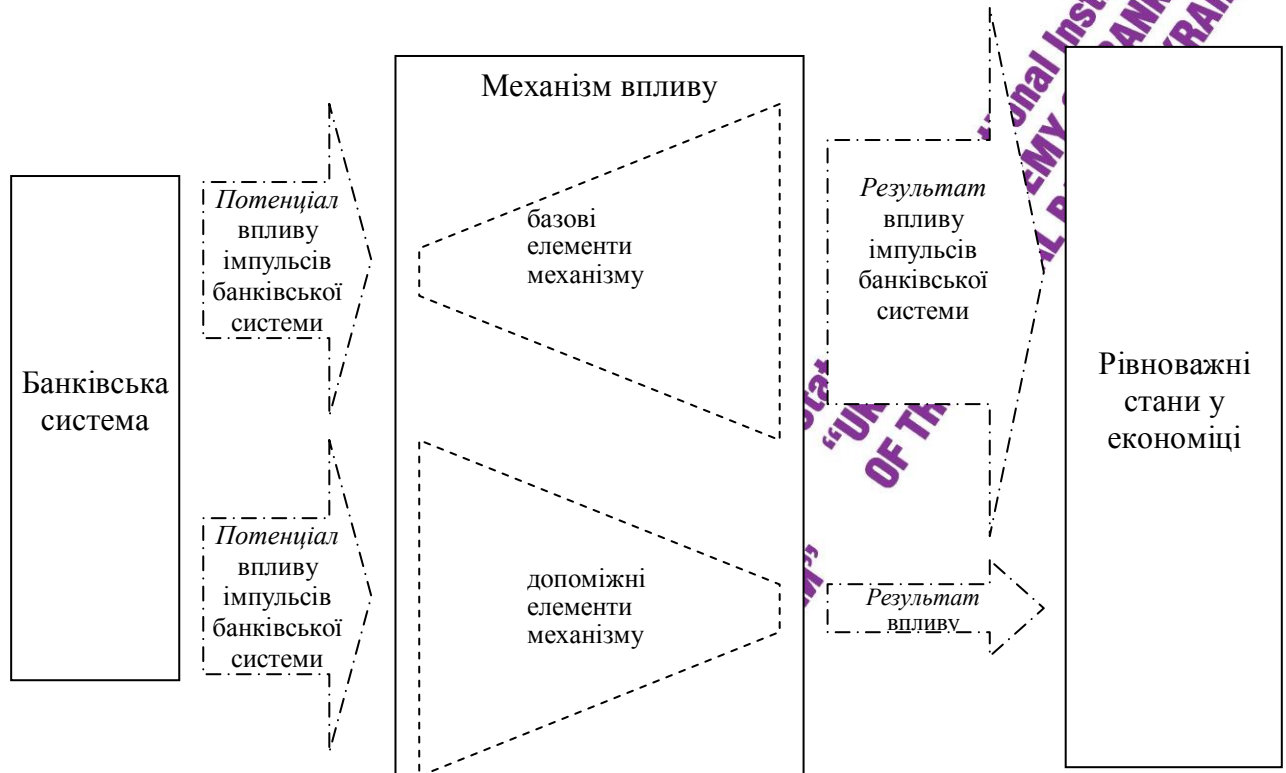


Рис. 2.1. Базові та допоміжні елементи механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці (власна розробка)

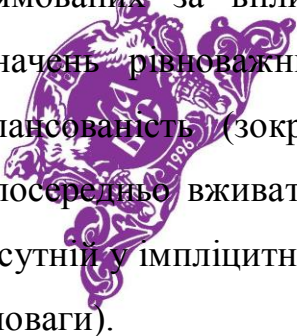
Допоміжні елементи механізму не спроможні збільшувати потенціал впливу, а часто навіть зменшують його дієвість. Тобто такі елементи функціонують неефективно та сприяють затуханню потенціалу впливу імпульсу у процесі його перетворення та передачі. Наприклад, до непродуктивних елементів можна віднести: вплив окремих юридичних або фізичних осіб, що є клієнтами банку на його рівновагу. Певним виключенням можуть бути великі підприємства, які за масштабами співставні із банківською установою. Також непродуктивним елементом можна вважати вплив великих, середніх та малих (за класифікацією НБУ) банків на рівновагу грошового ринку. Дані банки у сукупності контролюють лише близько третини

фінансових ресурсів банківської системи України, тоді як найбільші банки – близько двох третин.

На нашу думку, вивчення допоміжних елементів механізму є недоцільним, так як вони не відіграють визначальну роль у результаті впливу імпульсів банківської системи на рівноважні стани у економіці. Як наслідок, не врахування допоміжних елементів істотно не вплине на практичне значення досліджень. Потрібно зазначити, що врахування непродуктивних елементів могло б призвести до необґрунтованого ускладнення структури механізму, що істотно погіршить можливості формалізації взаємозв'язків між його елементами на основі використання економіко-математичного апарату. Крім того, усі без виключення взаємозв'язки, що існують в реальній економіці, просто неможливо врахувати у наукових дослідженнях. Таким чином, у подальших дослідженнях ми абстрагуємось від непродуктивних елементів механізму. Перед вивченням базових елементів механізму та зв'язків між ними необхідно уточнити сутність рівноважних станів та структуру банківської системи, що безпосередньо визначають напрямки подальших досліджень.

У попередньому розділі даної роботи, на основі дослідження розуміння рівноважних станів у різних суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних системах, визначено дві основні ознаки рівноваги: 1) збалансованість (пропорційність) процесів або чинників, що впливають на систему; 2) стійкість (стабільність) системи протягом певного періоду часу, яка переважно має не статичний (стан) а динамічний (процес розвитку) характер.

Потрібно підкреслити, що збалансованість (пропорційність) протилежно спрямованих за впливом на систему, процесів або чинників є основою визначення рівноважних станів у різних галузях знань. Причому термін збалансованість (зокрема у значенні відсутності диспропорцій) може як безпосередньо вживатись при визначенні певного виду рівноваги, так і бути присутній у імпліцитній формі (логічно слідувати зі змісту того чи іншого виду рівноваги).



За результатами вивчення визначень рівноважних станів у межах економічної науки, що наведені у наших публікаціях [59; 60] зроблено висновок щодо доцільності введення до визначення рівноважних станів у економіці третьої ознаки: позитивний характер стану економічної системи (статична рівновага) або розвитку економічної системи (динамічна рівновага). Під «позитивністю» ми розуміємо економічну ефективність (доцільність), з точки зору окремих економічних суб'єктів та суспільства в цілому, рівноважних станів у економіці. Способи вербальної формалізації рівня позитивності стану економічної рівноваги у визначеннях різних дослідників суттєво різняться.

Наприклад автори «Економічної енциклопедії» [4, с. 265] під даним поняттям розуміють стан економічної системи, за якого найважливіші економічні пропорції забезпечують раціональне поєднання товарної та грошової маси, стабільність цін і сталий розвиток народного господарства. Подібне визначення «економічної рівноваги» наведено у енциклопедичному словарі за редакцією А.Н. Азриліяна [61]. Однак у ньому уточнюється, що рівновага може розглядатися як гармонія в співвідношенні економічних величин і сил або як відсутність диспропорцій між ними. Вона може існувати в тій мірі в якій соціально-економічна система забезпечує прийнятний рівень задоволення інтересів своїх суб'єктів і здатна протистояти кризам.

Російські дослідники Райзберг Б.А. Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. [33] економічну рівновагу розуміють, як стан економічної системи, ринку, що характеризується наявністю збалансованості, урівноваженням двох різнонаправлених факторів, наприклад рівновага попиту та пропозиції, виробництва та споживання, доходів та витрат. За словником сучасної економічної теорії Макмілана [26, с. 156], поняття «equilibrium» (рівновага) визначає таку ситуацію, коли окремі економічні агенти (споживач або фірма) не має стимулів до зміни своєї економічної поведінки, так як не можуть покращити свого становища з точки зору будь-якого економічного критерію; по відношенню до ринків рівновага означає ситуацію, при якій продавці та

покупці у сукупності задоволені поточним співвідношення цін та обсягів продаж і покупок. Останній спосіб вербальної формалізації рівня позитивності стану економічної рівноваги також часто зустрічається у інших джерелах. Крім того, у багатьох джерелах зустрічається поняття «рівновага споживача» та «рівновага виробника» [59], зміст яких розкривається з точки зору теорії маржиналізму та визначає таку ситуацію коли споживач максимізує корисність у межах існуючого бюджету, а виробник – прибуток, у межах наявних обмежень щодо економічних ресурсів.

Підсумовуючи наведені вище визначення, зазначимо, що у «Економічній енциклопедії» за редакцією академіка Абалкіна [27] сказано: «Сама по собі економічна рівновага у системі ще не є доказом її оптимальності у соціально-економічному сенсі». Ми погоджуємось із наведеним твердженням та вважаємо, що абсолютно оптимальною може бути економічна рівновага лише у штучно змодельованих соціально-економічних системах із значною кількістю обмежень та допущень. Реальні соціально-економічні відносини вирізняються істотною складністю та реалізуються у динамічних умовах. Економічні суб'єкти, що приймають у них участь, мають різноманітні (часто складні за структурою) цільові функції. Крім того, будь-які критерії оцінки оптимальності рівноважних станів носитимуть суб'єктивний характер. Таким чином, поняття «економічна рівновага» характеризується істотними ознаками економічної ефективності, тобто має позитивний зміст. Однак, воно не повинно ототожнюватись із оптимальним, притаманним лише теоретично змодельованим систем, станом.

У деяких енциклопедіях безпосередньо вказується на взаємозв'язок між поняттями рівноваги та стійкості [23, с. 326-327; 27, с. 645-646]. Іноді поняття «стійкість» (стабільність) вживають при визначенні певного виду рівноваги, у інших випадках розглядають як основну характеристику рівноважних станів. У різних варіаціях переважно виділяють два види рівноваги за даною характеристикою: нестійка та стійка [25 с. 255; 33, с. 319; 61, с.796-797]. На нашу думку, будь-який стан рівноваги, навіть якщо він є внутрішньо нестійким

(рівновага встановлюється на мінімальний проміжок часу) все одно має свою (мінімальну) тривалість. Таким чином, стійкість (стабільність) також відноситься до основних ознак рівноваги. Крім того, іноді основним предметом дослідження є не сам процес встановлення рівноваги, а вивчення умов забезпечення її стійкості протягом необхідного для дослідників періоду часу.

Деякі дослідники вивчаючи стійкість банку вважають її «найбільш фундаментальним поняттям», яке найбільш повно відображає проблеми та тенденції розвитку банківського сектора [131, с. 5]. Вони вважають, що стійкість банку визначається трьома основними чинниками: стабільністю діяльності, стійкістю проти впливу факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, спроможністю відновити свої функції після потрясінь. На нашу думку, дане поняття є вужчим у порівнянні із поняттям рівновага, оскільки не враховує у явному вигляді основні пропорції банківської діяльності та не висуває вимоги щодо прийняттого рівня ефективності функціонування банків.

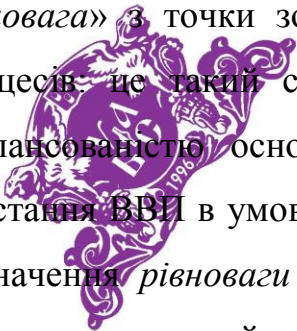
У інформаційно-аналітичних матеріалах центру наукових досліджень Національного банку України [132, с. 45-47] також вказується що поняття «стійкість» та «рівновага» є досить близькими за змістом, однак останнє має більш вузький зміст. Далі наводяться тлумачення «стійкості фінансової системи» основними складовими яких є її ефективність та стабільність. Однак, як зазначалось вище зазначені ознаки входять у поняття «рівноваги», яке також доповнюється вимогою щодо збалансованості основних чинників функціонування економічних систем. Ми вважаємо, що поняття «стійкість» є вужчим у порівнянні із поняттям «рівновага», як наслідок у межах нашого дослідження будемо розглядати стійкість як невід'ємну характеристику рівноважних станів у економіці.

Враховуючи обґрунтовані у попередніх підрозділах роботи характерні ознаки економічної рівноваги, можемо сформулювати авторське визначення поняття «*економічна рівновага*»: стан (або траєкторія руху) економічної системи, що характеризується збалансованістю (пропорційністю) її параметрів та наявністю ознак стабільності (стійкості) даної системи, що у сукупності

створює умови для ефективного її функціонування. Ґрунтуючись на результатах дослідження наведених у першому розділі роботи ми прийшли до висновку, що банківська система може здійснювати істотний вплив на чотири види рівноважних станів: рівновага банку, рівновага грошового ринку, макроекономічна рівновага та рівновага платіжного балансу. Таким чином, наведене вище визначення поняття «економічна рівновага» доцільно деталізувати для зазначених видів рівноваги. Підкреслимо, що визначення видів економічної рівноваги ґрунтуватимуться на трьох досліджених базових характеристиках: збалансованість, стабільність та ефективність.

Отже, *рівновага банку* – це такий його стан, коли основні внутрішньобанківські фінансові пропорції, що сформувались на певну дату (формується за певний період) дозволяють забезпечити стабільне функціонування даного фінансового посередника із прийнятним рівнем ефективності. У межах роботи під *рівновагою грошового ринку* ми розумітимемо такий його стан, що характеризується: збалансованістю обсягу та структури попиту і пропозиції грошей, стабільністю та прогнозованістю ринкової кон'юнктури, а також наявністю умов для ефективної взаємодії між учасниками грошового ринку для досягнення їх економічних цілей, зокрема, цілей державної економічної політики.

Питання щодо визначення способів досягнення та підтримки макроекономічної рівноваги по-різному вирішується представниками окремих наукових теорій, основними з яких є кейнсїанство та монетаризм. У межах нашого дослідження, сформулюємо визначення поняття «*макроекономічна рівновага*» з точки зору практичного підходу до регулювання економічних процесів: це такий стан макроекономічної системи, який характеризується збалансованістю основних макроекономічних пропорцій, що забезпечують зростання ВВП в умовах цінової стабільності. На нашу думку, найбільш повне визначення *рівноваги платіжного балансу* можна сформулювати наступним чином: стан, який характеризується збалансованістю притоку та відтоку грошових коштів за основними рахунками платіжного балансу, прийнятним



рівнем стабільності сальдо даних рахунків, а також сприяє ефективній реалізації державної економічної політики, спрямованої на забезпечення макроекономічної рівноваги. Сутність, способи оцінки та методичні підходи щодо формування і підтримки кожного із зазначених вище рівноважних станів більш детально досліджуватимуться нами у наступних розділах роботи.

Далі розглянемо структуру банківської системи, елементи якої генерують імпульси для впливу на визначені вище рівноважні стани. У економічній довідково-енциклопедичній літературі під поняттям «банківська система» розуміють сукупність різноманітних видів банків, а також інших кредитних установ та інституцій у їх взаємозв'язку, яка існує у тій чи іншій країні у певний історичний період і функціонує у межах єдиного фінансового механізму [91, с. 56; 92, с. 51]. У даних джерелах вказується, що однією із найбільш характерних спільних рис банківських систем різних країн є дворівнева побудова: перший рівень – центральний банк, другий – мережа комерційних банків та інших фінансово-кредитних інституцій.

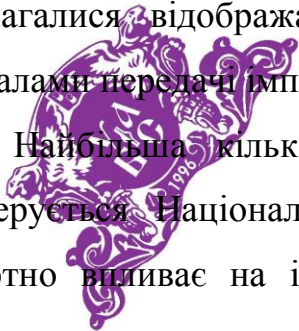
У енциклопедії банківської справи наведено визначення поняття «банківська система України» [91, с. 56-57], зміст якого подібний до наведеного вище, однак із нього виключено словосполучення «інші кредитні установи та інституції». Дане уточнення обумовлено нормами вітчизняного законодавства, відповідно до яких забороняється займатись банківською діяльністю будь-яким іншим суб'єктам господарювання крім банків [93]. З іншого боку, у деяких країнах існують фінансові посередники, які виконують функції близькі до банківських установ, а їх діяльність регулюються центральним банком.

Також у енциклопедії банківської справи детально характеризуються банківські системи країн з розвинутою економікою: Великобританії, Німеччини, США, Франції, Японії [91, с. 76-85]. За результатами вивчення змісту даного матеріалу, можна зробити висновок, що для усіх банківські системи провідних країн з розвинутою економікою характерна дворівнева побудова банківської системи із принципним розмежування функцій центральних та комерційних банків.

У відповідності до статті 4 закону України «Про банки та банківську діяльність» [93] банківська система України складається з Національного банку України та інших банків, а також філій іноземних банків, що створені і діють на території України. Також елементами банківської системи вважатимемо оптові (міжбанківські) та роздрібні (депозитні та кредитні) ринки. На міжбанківському валютному ринку здійснюються конверсійні операції з основними видами валют. Під міжбанківським кредитним ринком розумітимемо сукупність депозитних та кредитних операцій у національній та іноземній валютах, що здійснюються як між комерційними банками, так і між банками та національним банком України. До роздрібних ринків ми, перш за все, відносимо ринки кредитних та депозитних банківських операцій з фізичними особами та суб'єктами господарювання які не є банками. Особливістю даних ринків є переважна частка даних операцій у структурі банківської діяльності та формування доходів або витрат за ними у вигляді відсотку.

Загальна структура механізм впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці наведена на рисунку 2.2. Ключовою ідеєю даного рисунку є візуалізація взаємозв'язку між складовими банківської системи які генерують імпульси та між економічними системами урівноваженість яких перебуває під впливом даних імпульсів. Необхідно підкреслити, що фактичні взаємозв'язки можуть бути набагато складніші та визначаються динамікою цілого ряду факторів: зміна законодавства, впровадження нових технологій та інновацій у банківську діяльність, розвиток державного регулювання і т.д. Однак, ми намагалися відобразити найбільш стійкі взаємозв'язки, які є основними каналами передачі імпульсів.

Найбільша кількість імпульсів, що впливають на рівноважні стани, генерується Національним банком України. Крім того, центральний банк істотно впливає на інші складові банківської системи, які теж генерують імпульси впливу на рівноважні стани. Потрібно зазначити, що на відміну від інших видів рівноваги, макроекономічна рівновага формується внаслідок



впливу банківської системи в цілому. Даний вид рівноваги перебуває під впливом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у формуванні, перетворенні та передачі імпульсів якого приймають участь усі складові банківської системи.

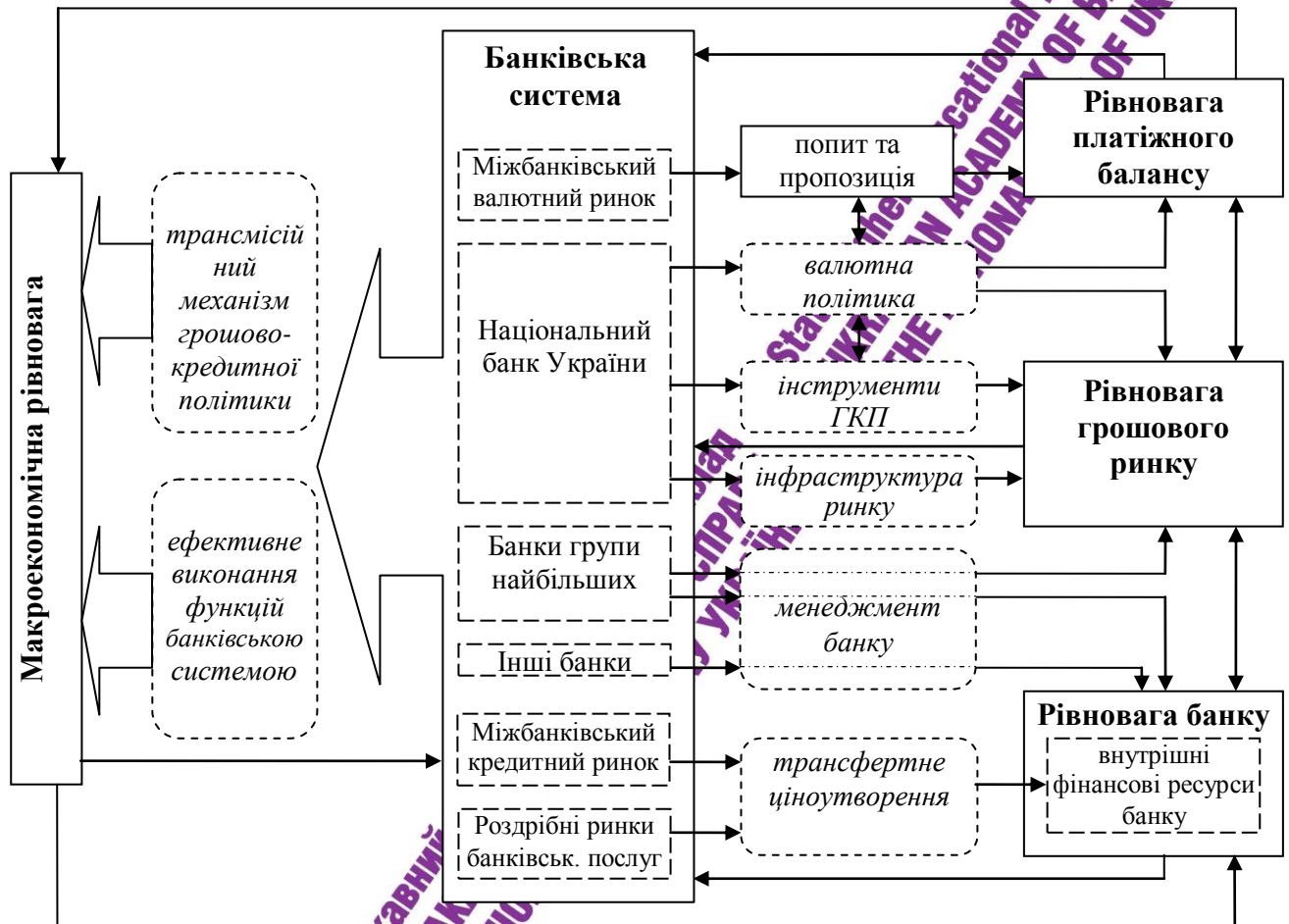


Рис. 2.2. Структура механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці (власна розробка)

На рисунку відображена ідея перманентного взаємозв'язку між рівноважними станами у економіці. Як зазначалось вище, основна увага приділяється визначенню стійких взаємозв'язків між базовими елементами механізму, що спричиняють істотний результат впливу імпульсів, генерованих банківською системою, на рівноважні стани у економіці.

На рисунку 2.2 курсивом визначено базові елементи механізму, до яких ми відносимо: трансфертне ціноутворення, банківський менеджмент, інфраструктуру грошового ринку, інструменти грошово-кредитної політики

НБУ, інструменти валютної політики НБУ, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики, а також рівень ефективності виконання банківською системою притаманних їй функцій. У наступному підрозділі роботи ми розглянемо способи передачі та перетворення імпульсів зазначеними базовими елементами механізму.

З точки зору формалізації способу передачі та перетворення імпульсів, пропонуємо наведені вище продуктивні елементи механізму розподілити на дві групи: до першої віднесено елементи зі значним рівнем узагальнення та низькою можливістю формалізації, до другої – чітко структуровані елементи з високою можливістю їх формалізації. Під можливістю формалізації ми, перш за все, розуміємо можливість адекватного опису функціонування даних елементів на основі певних масивів цифрових даних, які у подальшому будуть оброблятися із застосуванням кількісних (економіко-математичних) методів аналізу.

До першої групи ми відносимо: інфраструктуру грошового ринку, функції банківської системи та банківський менеджмент. Потрібно зазначити, що останній елемент віднесено до першої групи через високий рівень узагальнення та достатню вивченість вітчизняними та закордонними науковцями. До другої групи відносяться: трансфертне ціноутворення, інструменти ГКП, валютна політика, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики. Формалізація процесів передачі та перетворення імпульсів базовими елементами першої групи проводитиметься нами на описовому рівні. Формалізація функціонування базових елементів другої групи розглядатиметься більш детально із застосуванням економіко-математичних методів дослідження.



2.2 Характеристика базових елементів механізму

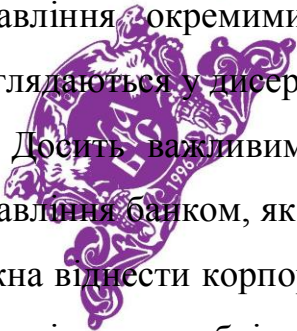
Спочатку стисло розглянемо базові елементи механізму, які віднесено нами до першої групи: банківський менеджмент, інфраструктура грошового

ринку, функції банківської системи. У межах нашої роботи поняття «**банківський менеджмент**» ми використовуватимемо у розумінні тотожному змісту поняття «управління банком». Таким чином, банківський менеджмент включає усю сукупність управлінських рішень щодо питань функціонування комерційного банку. Ключовою складовою банківського менеджменту, що найбільш істотно впливає на рівноважний стан банку, є фінансовий менеджмент. У межах даної складової досліджуються методи управління фінансовими ресурсами банку. Фінансовий менеджмент банку є одним із найбільш вивчених складових банківського менеджменту.

У більшості випадків дослідники концентруються на вивченні окремих етапів управління фінансовими ресурсами банку: формування [82; 83], трансформація [73] або розміщення [64; 65]. Зокрема, у більшості із наведених робіт прямо або опосередковано розглядаються механізми пов'язані з управлінням ресурсами банку на певному етапі. Іноді вчені обирають предмет дослідження керуючись не процесним а об'єктним підходом, тобто концентрують на вивченні механізму управління певною складовою (певною характеристикою) фінансових ресурсів банку: капітал [76; 86], депозити [84; 85], поточні пасиви [87], ліквідність [74], ресурсний потенціал [75].

Основним предметом наукових досліджень у сфері фінансового менеджменту також часто стає механізм управління. Зокрема, у роботі Музички О.М. [75] досліджується механізм управління ресурсним потенціалом банків, а у монографії Дмитриченка Л.І. та Чорної О.М. [76] механізм накопичення та функціонування банківського капіталу. Механізми управління окремими аспектами банківської діяльності також ґрунтовно розглядаються у дисертаційних дослідження вітчизняних науковців [77-79]

Досить важливими є й інші, крім фінансового менеджменту, складові управління банком, які також істотно впливають на його рівновагу. До останніх можна віднести корпоративне управління, управління персоналом, формування управлінського обліку та управлінської звітності, формування різних підсистем забезпечення банківської діяльності (організаційна, інформаційна,



технологічна) і т.д. Дослідники, сферу інтересів яких складає не лише фінансовий менеджмент у банку, а й інші складові управління банком також часто фокусуються на вивченні відповідних механізмів. Наприклад, дисертаційне дослідження Галайко Н.Р. [77] присвячена дослідженню організаційно-економічного механізму забезпечення ефективності діяльності банку. Таким чином, проблеми банківського менеджменту досить детально досліджені вітчизняними науковцями, зокрема, в аспекті формування відповідних механізмів. Однак, потребують уточнення напрямки впливу банківського менеджменту на економічну рівновагу банку.

Як слідує із рисунку 2.2, до базових елементів механізму ми віднесли банківський менеджмент у найбільших банках України. Станом на 01.07.2011 до цієї групи входило 17 банків, що становило 9,6% від загальної кількості банків, що мають ліцензію НБУ на здійснення банківських операцій. Однак дана група банків, здійснює вирішальний вплив на рівновагу грошового ринку, а також через дію грошово-кредитного механізму на макроекономічну рівновагу. Даний визначальний вплив забезпечується переважною часткою фінансових ресурсів банківської системи, що акумулюються та трансформуються банками групи найбільших: 65,5% капіталу, 66,8% активів та 67% зобов'язань банківської системи.

Крім того, найбільші банки мають передумови (складна внутрішньобанківська організаційно-управлінська та фінансова структура, достатні фінансові ресурси, доступ до новітніх банківських технологій і т. д.) для впровадження якісних систем управлінського обліку та трансфертного ціноутворення, що дозволяє розглядати останні як один із основних елементів впливу на рівновагу банку. Також рівновага даних банків переважно визначається економічними (ринковими) чинниками, а не «суб'єктивною доцільністю» власників «кишенькових банків» до яких можна віднести більшу частку малих та середніх банків.

Наступним елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці, який характеризується значним рівнем

узагальнення та низькою можливістю формалізації, є **інфраструктура грошового ринку**. У Великій радянській енциклопедії зазначено, що термін «інфраструктура» походить від латинського *infra* – нижче, під та *structura* – будівля, розміщення. Даний термін з'явився в економічній літературі у 40-х роках ХХ ст. для позначення комплексу галузей господарства, які обслуговують промислове та сільськогосподарське виробництво (будівництво доріг, портів, складів; усі види транспорту та зв'язку, комунальне господарство і т.д.) [115, с. 358]. Подібне визначення терміну «інфраструктура» також наводиться у економічному словнику за редакцією Азріліяна А.Н., однак акцентується на тому, що інфраструктурні галузі забезпечують умови відтворення [61, с. 315]

У економічній енциклопедії за редакцією Абалкіна Л.І., ринкова інфраструктура визначається як сукупність суб'єктів матеріального, технологічного, організаційного, інформаційного, фінансового та правового характеру, які забезпечують стає та безперервне функціонування ринкового механізму [27, с. 258]. Причому до суб'єктів переважно відносяться юридичні особи, що виконують певні функції у процесі забезпечення функціонування ринкового механізму. Також розглядається роль у ринковій інфраструктурі інших суб'єктів: кадри, інформаційні системи, правові норми і т.д.

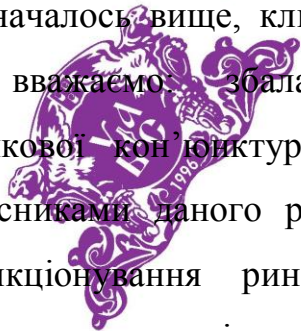
У енциклопедія банківської справи України наводиться визначення подібне до наведеного вище, однак деталізуються елементи інфраструктури ринку капіталу, до яких віднесено: фондову біржу, страхові компанії, аудиторські організації, брокерські компанії, інвестиційні та інноваційні фонди і т. д. [91, с. 462]. Підходу, відповідно до якого елементами інфраструктури ринку вважаються виключно (або переважно) юридичні особи, що забезпечують взаємодію між суб'єктами ринкових відносин, також дотримуються автори інших економічних словників [61, с. 315; 92, с. 291; 116, с. 704].

Зокрема, Рекуненко І.І. відносить до інфраструктури даного ринку усіх професійних учасників, об'єднання цих учасників, а також суб'єктів, що

обслуговують професійних учасників фінансового ринку [111]. Представники Національного банку О.І. Кіреєв та Р.М. Набок розглядають інфраструктуру банківської системи як сукупність банків різного виду. Вони провели порівняльний аналіз розвитку інфраструктури банківського сектора України та країн Євросоюзу [112]. За результатами дослідження науковці приходять до висновку, що існує цілий ряд проблем щодо розвитку інфраструктури вітчизняної банківської системи: відсутність кооперативних банків, недостатня кількість спеціалізованих банків, неприйнятні темпи розвитку регіональних банків. Інший автор уточнює, що банківська інфраструктура представлена мережею організацій, інститутів, підприємств та служб, які забезпечують функціонування банків та сприяють реалізації взаємозв'язків банків з іншими суб'єктами економічних відносин [113].

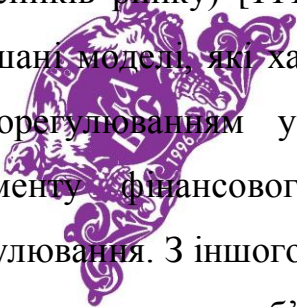
Підсумовуючи наведені вище підходи зазначимо, що у більшості випадків під інфраструктурою ринку розуміється сукупність суб'єктів даного ринку: як безпосередніх продавців та покупців, так і тих що виконують допоміжні функції забезпечуючи можливість проведення торгівлі. На нашу думку, у наведеному трактуванні звужується поняття інфраструктури, яке ототожнюється з організаційною структурою ринку. Більш обґрунтованим видається визначення інфраструктури грошового ринку, як сукупності елементів, що забезпечують функціонування ринкового механізму.

Функціонування ринкового механізму грошового ринку проявляється через перерозподіл грошових коштів від кредиторів до позичальників, що переважно супроводжується трансформацією їх параметрів (обсяг, строк, ціна, валюта). Як зазначалось вище, ключовими характеристиками рівноваги грошового ринку ми вважаємо: збалансованість попиту і пропозиції грошей, стабільність ринкової кон'юнктури та наявність умов для ефективної взаємодії між учасниками даного ринку. Таким чином, від стабільності та ефективності функціонування ринкового механізму грошового ринку безпосередньо залежить можливість досягнення ним рівноважного стану.



На нашу думку, до основних елементів інфраструктури грошового ринку можуть бути віднесені: суб'єкти, інструменти та підсистеми забезпечення. Причому до суб'єктів ми відносимо банки, як основних учасників даного ринку, а також різноманітні організації, що забезпечують функціонування даного ринку: платіжні системи (міжбанківські, масових платежів, грошових переказів); аудиторські фірми; організації, які працюють з банками на агентських угодах; об'єднання професійних учасників (асоціації та спілки). До інструментів грошового ринку ми відносимо операції (переважно депозитні та кредитні) пов'язані із залученням та розміщенням короткострокових фінансових ресурсів. Зазначені інструменти характеризуються досить високою ліквідністю та порівняно низьким рівнем ризиків. До підсистем забезпечення інфраструктури грошового ринку доцільно віднести: інформаційне забезпечення (фінансова, управлінська та статистична звітна інформація, а також автоматизовані системи накопичення та обробки звітної інформації); кадрове забезпечення (підготовка та перепідготовка кадрів); матеріально-технічне забезпечення (спеціалізоване банківське обладнання, канали зв'язку, спеціальне апаратно-програмне забезпечення і т.д.).

Як елемент механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці, інфраструктура грошового ринку змінюється внаслідок державного регулювання з боку Національного банку України та впливає на порядок функціонування грошового ринку (рис. 2.2). Існують дві теоретичні моделі регулювання інфраструктури фінансового ринку: централізована (державне регулювання) та децентралізована (регулювання об'єднаннями професійних учасників ринку) [111]. На практиці, у більшості країн світу реалізуються змішані моделі, які характеризуються поєднанням державного регулювання із саморегулюванням учасниками ринку. Зазначимо, що для банківського сегменту фінансового ринку характерна більш жорстка централізація регулювання. З іншого боку, на фондовому ринку традиційно важливе значення має регулювання об'єднаннями професійних учасників ринку: біржами та



асоціаціями. Державне регулювання інфраструктури фінансового ринку України здійснюється за традиційною секторною моделлю [111].

Інші дослідники, вивчаючи державне регулювання банківської інфраструктури в Україні, вважають, що даний процес доцільно розглядати у розрізі трьох складових [113]. По-перше, прийняття та реалізація державних програм для розвитку окремих інфраструктурних елементів: банківського законодавства, інформаційного простору, матеріально-технічної бази, комунікацій, наукового та кадрового забезпечення. По-друге, створення економічних умов для забезпечення можливості банків здійснювати самофінансування розвитку інфраструктури. По-третє, удосконалення законодавчої бази, що регулює діяльність банків. У даній роботі автор правомірно акцентує на необхідності державного впливу на процес формування банківської інфраструктури та досліджує його складові. Розглянуті вище складові державного регулювання банківської інфраструктури безпосередньо реалізуються шляхом змін нормативно-правової бази.

Отже, НБУ впливає на грошовий ринок через зміну елементів його інфраструктури шляхом внесення (ініціювання) змін у діючі нормативні акти. Потрібно зазначити, що переважно даний вплив забезпечується шляхом прийняття постанов правління Національного банку України, якими затверджуються положення, інструкції, правила, рекомендації, що визначають функціонування усіх елементів інфраструктури грошового ринку. Усі постанови НБУ є підзаконними нормативними актами та переважно ґрунтуються на положення двох спеціальних законів України: «Про Національний банк України» та «Про банки та банківську діяльність». Зміни до законів вносяться Верховною Радою України, однак відповідно до статті 93 Конституції України [117], право законодавчої ініціативи у Верховній Раді, крім вищих органів влади (Президента, депутатів верховної ради та Кабінету Міністрів) також належить Національному банку. Останній часто користується даним правом для ініціювання змін у основні закони, що визначають порядок функціонування банківської системи та грошового ринку. Якщо навіть НБУ не

є ініціатором даних змін, у процесі їх прийняття вони узгоджуються із даним органом монетарного регулювання. У будь-якому разі зазначені закони визначають концептуальні засади впливу НБУ на інфраструктуру грошового ринку.

На прикладі останніх змін до вказаних законів коротко проаналізуємо поточні тенденції щодо регулювання Національним банком інфраструктури грошового ринку України. Протягом 2010-2011 років до законів України «Про Національний банк України» та «Про банки та банківську діяльність» було внесено 5 та 13 змін відповідно. Розглянемо законодавчі зміни, які найбільш істотно вплинули на інфраструктуру грошового ринку, а отже визначали можливість досягнення ним рівноваги.

По-перше, у липні 2010 року були внесені зміни [118] до закону України «Про Національний банк України», які були спрямовані на: уточнення основної функції НБУ у контексті забезпечення цінової стабільності, введення додаткових важелів для забезпечення незалежності НБУ від інших вищих державних органів влади, оптимізації процесу розробки та реалізації грошово-кредитної політики. Зазначені законодавчі зміни стали підґрунтям для підвищення ефективності реалізації НБУ своїх функцій, зокрема спрямованих на удосконалення інфраструктури грошового ринку.

По-друге, у лютому 2011 року було внесено ряд змін щодо регулювання діяльності банків [119]. Дані зміни переважно стосувались закону України «Про банки та банківську діяльність», зокрема найбільш істотно змінились наступні положення даного нормативного акту: глава 2 «Створення банків»; глава 3 «Державна реєстрація та ліцензування банків»; глава 6 «Капітал, фонди та резерви банку»; статті 47,49,50,52 щодо регулювання видів діяльності банку; статті 69 та 70 щодо звітності та зовнішнього аудиту банку. Більш детально дані зміни проаналізовано у нашому монографічному дослідженні [388].

По-третє, у травні 2011 року було внесено ряд змін, які законодавчо закріпили підходи щодо нагляду за діяльністю банків на консолідованій основі [120]. Були змінені положення статей 7 та 55 закону «Про Національний банк

України» шляхом введення уточнення, що центральний банк здійснює банківське регулювання та нагляд на індивідуальній і консолідованій основі. Також зазнали змін ряд статей закону «Про банки та банківську діяльність». Було переглянуто види банківських груп та уточнено їх визначення, а також у статті 9 законодавчо закріплено основні напрямки банківського нагляду на консолідованій основі. Зазначені зміни спрямовані на формальне визначення банківських груп та аналіз ризиків даних груп на консолідованій основі. Вони сприятимуть структуризації інфраструктури грошового ринку у відповідності до підходів прийнятих у країнах з розвинутою ринковою економікою.

Крім того, у березні 2012 року Президент України підписав Закон України №4452-VI «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» [349] (далі Закон). У відповідності до положень даного закону істотно зміняться інституційні засади функціонування системи гарантування вкладів фізичних осіб та повноваження Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (далі Фонд). Зокрема Фонд отримає повноваження щодо виведення неплатоспроможних банків з ринку і ліквідації таких банків. Прийняття вказаного закону було обумовлено необхідністю вирішення наступних завдань: захист прав вкладників банків; зміцнення довіри до банківської системи України; стимулювання залучення коштів у банківську систему; забезпечення ефективної процедури виведення неплатоспроможних банків з ринку та їх ліквідації.

Потрібно підкреслити, що необхідність реформування системи гарантування вкладів фізичних осіб стала очевидною вже після фінансової кризи 2008 року і, перш за все, була обумовлена неспроможністю Фонду виконувати законодавчо передбачені зобов'язання перед вкладниками в умовах істотного збільшення кількості проблемних банків протягом посткризового періоду. Досить ґрунтовно основні причини необхідності реформування національної системи гарантування вкладів фізичних осіб було розглянуто у статті Аржевітіна С.М. [350]. Зазначимо, що він, поряд із народними

депутатами Хомутинніком В.Ю., Горбалем В.М. та Полунєєвим Ю.В., є ініціатором та співавтором Закону.

У деяких роботах вітчизняних дослідників зазначається, що з моменту створення та до фінансової кризи Фонд досить ефективно функціонував і сприяв інтенсивному розвитку банківської системи. Подібні висновки також наводяться в аналітичному дослідженні Агентства по страхуванню вкладів Російської Федерації, яке спрямовувалось на вивчення впливу систем страхування вкладів на розвиток банківського сектора (на прикладі Казахстану, Росії і України) [351]. Однак, у посткризовий період необхідність реформування системи гарантування вкладів в Україні стала очевидною.

Інституційні засади функціонування Фонду визначаються розділом II Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» [349]. З моменту набрання чинності Законом, відбулися дві ключові зміни. По-перше, до спеціальних функцій Фонду віднесено виведення неплатоспроможних банків з ринку. По-друге, законодавчо закріплено незалежність Фонду, зокрема у частині 7 статті 5 Закону зазначається, що органи державної влади та Національний банк України не мають права втручатись у діяльність Фонду щодо реалізації законодавчо закріплених за ним функцій і повноважень.

Інституційні засади функціонування Фонду також визначаються порядком його взаємодії з іншими центральними органами влади та способом розподілу повноважень із іншими регуляторами фінансового ринку. Як видно із рисунку 2.3, вищими органами управління Фонду є адміністративна рада та виконавча дирекція. Адміністративна рада буде формуватись з п'яти осіб - один представник Кабінету Міністрів України (далі КМУ), два представники Національного банку України (далі НБУ), один представник профільного комітету Верховної Ради України та директор-розпорядник Фонду за посадою [349]. Таким чином, Національний банк отримує переважний вплив на адміністративну раду (зараз до адміністративної ради входить по 2 представника КМУ та НБУ, а також 1 представник асоціації банків). Без погодження представників НБУ неможливо буде призначити або звільнити

директора-розпорядника Фонду, оскільки він, у відповідності до статті 13, призначається на посаду та звільняється з посади адміністративною радою Фонду більшістю від її складу, а відповідно до статті 10 у разі розгляду адміністративною радою зазначеного питання сам директор-розпорядник участі в голосуванні не бере. Таким чином, проаналізовані положення Закону свідчать про забезпечення певного балансу між розширенням функцій Фонду та посиленням контрольних повноважень Національного банку через адміністративну раду (рис. 2.3).

Не зважаючи на істотне розширення повноважень виконавчої дирекції Фонду (стаття 12 Закону) за адміністративною радою збережено достатні функції для здійснення ефективного контролю та стратегічного регулювання системи гарантування вкладів (стаття 9 Закону).

Якщо раніше виконавча дирекція переважно займалась технічними питаннями організації виплат вкладникам збанкрутілих банків, то після введення у дію Закону вона отримає істотні повноваження щодо забезпечення діяльності Фонду, управління джерелами формування його коштів, забезпечення відшкодування коштів за вкладами, регуляторної діяльності, виведення неплатоспроможних банків з ринку.

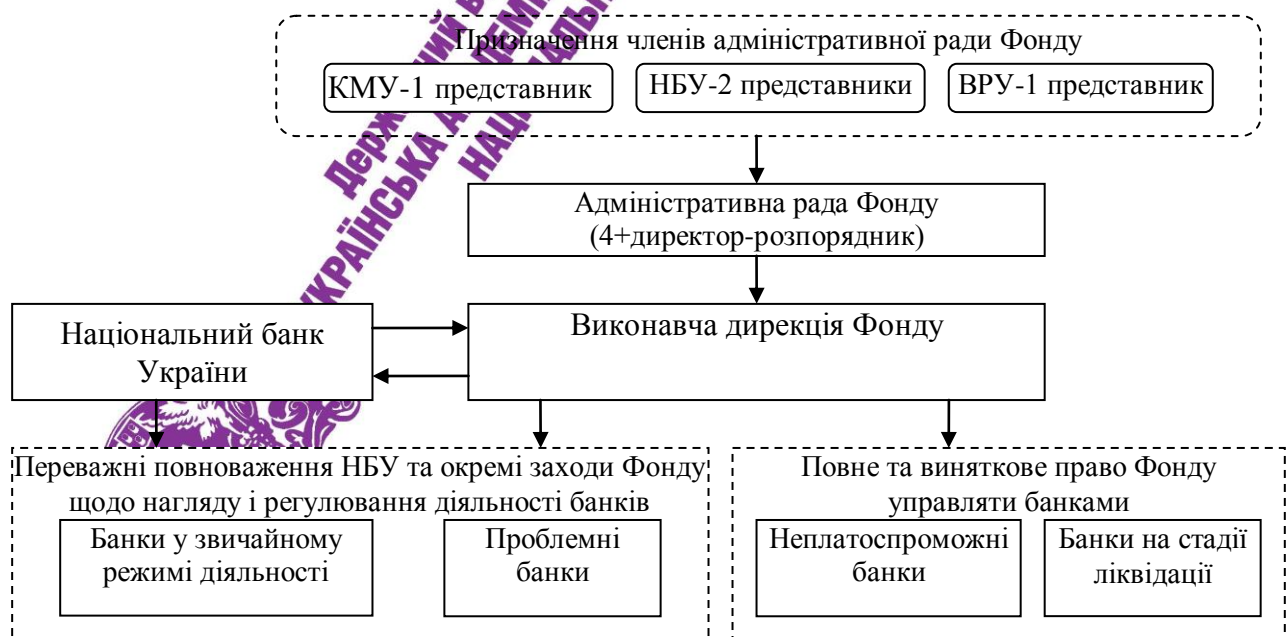


Рис. 2.3. Інституційні засади функціонування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (сформовано автором на основі [349]).

Крім того, суттєво збільшуються повноваження директора-розпорядника Фонду, який очолює виконавчу дирекцію та: відповідно до статті 8 входить до адміністративної ради; відповідно до статті 9 отримує право робити подання адміністративній раді щодо членів виконавчої дирекції; відповідно до статті 55 отримує можливість участі у засіданнях Правління НБУ.

Важливим питанням, у контексті дослідження інституційних засад функціонування Фонду, є розмежування його повноважень з Національним банком України. Як видно із рисунку 2.3, Фонд отримує повне та виняткове право управляти неплатоспроможними банками (стаття 34 Закону) та проводити процедуру ліквідації банку, за виключенням випадку, коли ліквідація здійснюється за ініціативою власників банку (стаття 44) [349]. Однак, у Законі зафіксовано положення щодо обов'язкового інформування Фондом Національного банку України про ключові рішення пов'язані із управлінням неплатоспроможними банками та здійсненням ліквідації банку.

Необхідно зазначити, що інституційні засади функціонування системи гарантування вкладів в Україні в цілому відповідають світовій практиці. Як зазначається у керівництві з Управління системами страхування депозитів [352], опублікованого у травні 2009, Міжнародною асоціацією страховиків депозитів, більшість організацій зі страхування депозитів є незалежними юридичними особами, які управляються державою.

Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», на нашу думку, не змінює, але ускладнює існуючу вітчизняну модель нагляду за фінансовими установами. До прийняття Закону регулятори фінансового ринку (НБУ, НКЦПФР та Нацфінпослуг) мали усю сукупність повноважень щодо здійснення нагляду та регулювання діяльності фінансових посередників, які перебувають у їх сфері впливу. З введенням в дію Закону частина функцій щодо нагляду та регулювання діяльності неплатоспроможних банків, а також повноваження щодо здійснення ліквідації банків переходять від НБУ до Фонду. Таким чином, в Україні продовжується реалізація децентралізованого підходу до регулювання фінансового ринку та з'являється четвертий регулятор ринку фінансових послуг .

Порядок регулювання діяльності проблемних та неплатоспроможних банків, що передбачений Законами України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» та «Про банки та банківську діяльність», представлено на рисунку 2.4

Більш детально питання оптимізації порядку роботи з проблемними банками в Україні, а також проблема достатності фінансових ресурсів Фонду та економічної обґрунтованості максимальної суми відшкодування за вкладами розглянуті у нашій роботі [409].

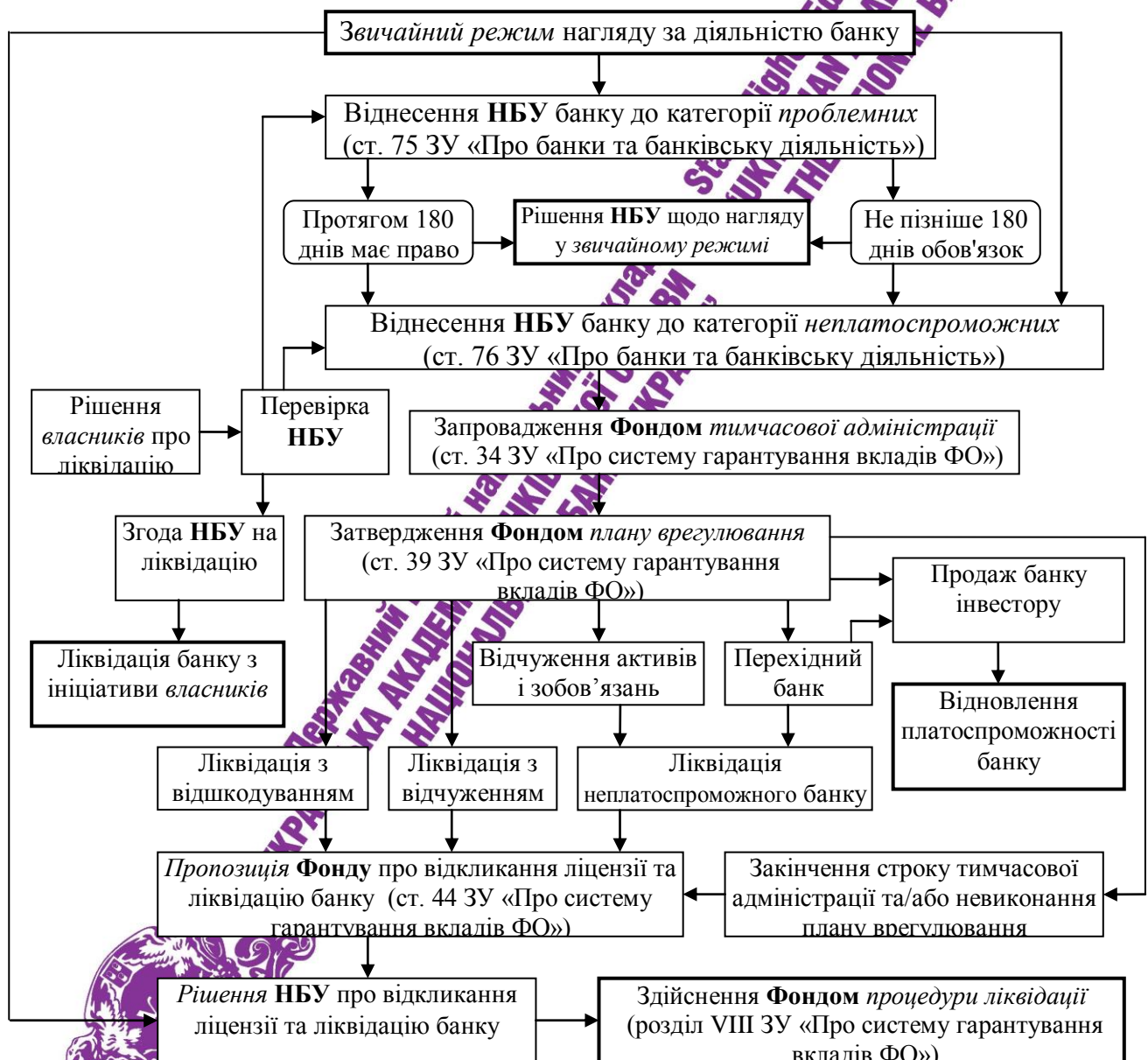


Рис. 2.4 Структурно-логічна схема регулювання діяльності та ліквідації проблемних і неплатоспроможних банків (сформовано автором на основі [349]).

Таким чином, нами розглянуто останні зміни у державному регулюванні інфраструктури грошового ринку України. Дані зміни визначають зміст та напрямки впливу на інфраструктуру грошового ринку імпульсів генерованих НБУ для забезпечення рівноваги окремих банків та грошового ринку (рис. 2.2).

Останнім елементом механізму, який характеризується значним рівнем узагальнення та низькою можливістю формалізації, є **ефективне виконання функцій банківською системою**. Можна виділити два підходи до вивчення функцій банківської системи: вузький та широкий. Перший полягає у безпосередньому визначенні функцій банківської системи, у межах другого акцентується на функціях центрального та комерційних банків. Наприклад, Єпіфанов А.О., Маслак Н.Г., Сало І.В. до функцій банківської системи відносять: трансформаційну; створення платіжних засобів та регулювання грошової маси; забезпечення сталості банківської діяльності та грошового ринку (стабілізаційна) [121, с. 18].

На думку цих вчених, сутність трансформаційної функції полягає у зміні (трансформації) строків, обсягів та фінансових ризиків грошових ресурсів у процесі їх перерозподілу банками від суб'єктів що мають тимчасово вільні кошти (клієнти банків за пасивними операціями) до суб'єктів що мають потребу у даних коштах (клієнти банку за активними операціями). На нашу думку, крім зазначених вище параметрів банки також трансформують валюту та вартість фінансових ресурсів.

Функція створення грошей і регулювання грошової маси полягає у можливості впливу банків на обсяг та структуру грошової маси у відповідності до зміни попиту на гроші. У даному контексті принциповим є вплив грошово-кредитного мультиплікатора.

Функція забезпечення сталості банківської діяльності та грошового ринку (стабілізаційна) пов'язана зі створенням ефективного механізму державного регулювання діяльності банків [121, с. 18]. Необхідність даного механізму пов'язана із винятковою важливістю забезпеченням стабільності банківської системи для підтримки стійкості фінансово сектору та економіки держави в цілому. Банки переважно працюють із ресурсами своїх клієнтів, а також

забезпечують здійснення платежів у економіці, як наслідок стійкість їх функціонування є основою соціально-економічної безпеки держави.

Коваленко В.В. [122, с. 50] також акцентує на взаємозв'язку функцій банківської системи та її стійкості. Вона визначає фінансову стійкість банківської системи, як стан, у якому банківська система здатна задовільно виконувати наступні функції: забезпечувати ефективний та безперервний рух фінансових ресурсів; якісно оцінювати та управляти ризиками; абсорбувати шоки генеровані фінансовою системою та реальною економікою.

Багато дослідників не виділяють окремо функції банківської системи, розглядаючи функції комерційних банків та центрального банків, як складових банківської системи. Досліджуючи функції комерційних банків науковці переважно пов'язують їх із трьома базовими операціями банку: операції щодо залучення ресурсів – ощадно-капіталотворча функція; операції щодо розміщення ресурсів – кредитно-інвестиційна функція; операції пов'язані зі здійсненням платежів – платіжно-розрахункова функція [121 с. 15; 123, с. 48]. У авторитетному підручнику російських фахівців за редакцією Лаврушина І.В. [114, с. 26] визначаються наступні функції банку: акумулювання ресурсів; трансформації ресурсів та регулювання грошового обороту. У фундаментальній роботі з проблем банківського менеджменту Пітера Роуза, у якій розкриваються особливості функціонування банків у розвинених країнах з ринковою економікою, функції та послуги банків ототожнюються [106, с. 2-5]. Даний дослідник виділяє наступні види функцій: кредитну, інвестиційну, ощадну, платежів та розрахунків, трастову, брокерську, страхування, інвестиційного планування, управління потоками готівки. Таким чином, набір функцій банків визначається ключовими послугами (продуктами), які надаються (виробляються) даним фінансовим посередником своїм клієнтам.

Досліджуючи особливості функціонування банків у порівнянні із іншими посередниками на фінансовому ринку США, Джозеф Сінкі наводить альтернативне бачення представників ФРС, практиків з Уол-Стріт, науковців та політиків щодо функцій банків [107, с. 22-25]. ФРС виступає за збереження особливого статусу банків (перш за все системи страхування депозитів та особливого порядку регулювання їх діяльності) пояснюючи його необхідність

специфічними функціями банків у економіці держави: управління системами платежів, надання кредитів та поставка ліквідності для потреб економіки, є передавальним механізмом між монетарною політикою та економікою. Інші учасники дискусії наводять аргументи щодо необхідності повної (або часткової) універсалізації підходів щодо регулювання діяльності банків та інших фінансових посередників. Однак, після фінансової кризи 2008-2009 років більшість суб'єктів ринку, зрозуміли специфічність банків та підтримали тенденцію щодо підвищення вимог щодо регулювання діяльності банків.

Функції центральних банків у більшості країн визначаються спеціальними законодавчими актами, що визначають нормативно-правові основи функціонування центробанків. Зокрема функції Національного банку України визначені законом України «Про Національний банк України» [124]. У відповідності до статті 6 даного закону основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Інші функції Національного банку визначаються у статті 7 зазначеного закону [124].

На нашу думку, другий (широкий) підхід щодо вивчення функцій банківської системи виглядає більш виваженим. По-перше, при визначенні функцій банківської системи необхідно враховувати взаємозв'язок між центральним банком та комерційними банками. По-друге, будь-яке виокремлення функцій банківської системи пов'язане із синтезом функцій центрального та комерційних банків. У процесі даного синтезу можливе необґрунтоване абстрагування від одних характеристик функціонування банківської системи та суб'єктивне акцентування на інших характеристиках. З іншого боку, у межах широкого підходу дослідники можуть самостійно визначати перелік та зміст функцій банківської системи, які є найбільш важливими з точки зору предмету їх наукових пошуків. Однак, необхідно підкреслювати, що дані функції банківської системи не є універсальними.

Таким чином, у межах нашого дослідження, ми перш за все акцентуємо на функціях банківської системи, які впливають на основні параметри макроекономічної рівноваги розглянуті вище: збалансованість основних макроекономічних пропорцій, цінову стабільність та стійкий ріст ВВП. На збалансованість макроекономічних пропорцій впливатиме ефективність

виконання наступних функції банківської системи: трансформація грошових коштів, формування обсягу та структури грошової маси, забезпечення платіжного обороту. Підтримка цінової стабільності в державі сама по собі є основною функцією більшості центральних банків світу, зокрема НБУ. Умови для росту ВВП створюються банківською системою шляхом ефективного виконання усіх функцій комерційних банків та центрального банку, серед яких доцільно виділити: надання необхідної ліквідності економіці шляхом кредитування, забезпечення стійкості грошового ринку, розробка та реалізація грошово-кредитної політики, а також здійснення валютного регулювання.

Як зазначалось вище, з точки зору формалізації способу передачі та перетворення імпульсів продуктивні елементи механізму запропоновано розглядати у розрізі двох груп: по-перше, елементи зі значним рівнем узагальнення та низькою можливістю формалізації; по-друге, чітко структуровані елементи з високою можливістю їх формалізації. Стисло розглянемо способи передачі та перетворення імпульсів елементами останньої групи до яких віднесено: трансфертне ціноутворення, інструменти грошово-кредитної політики НБУ, інструменти валютної політики НБУ, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики (рис. 2.2). Більш детально дані елементи аналізуватимуться у наступних розділах дисертаційного дослідження.

На рисунку 2.5 схематично зображено вплив елементів банківської системи, через **трансфертне ціноутворення**, на параметри, що визначають рівень урівноваженості комерційного банку.

Сутність трансфертного ціноутворення полягає у встановленні в управлінському обліку цін на внутрішньобанківські ресурси, які передаються від одного центру відповідальності (підрозділу) до іншого. Трансфертні ціни у банках переважно встановлюються у межах двох підходів: на основі внутрішніх витрат (собівартості) або на основі ринкових орієнтирів (альтернативна вартість) [42]. Останній підхід передбачає встановлення трансфертних цін купівлі ресурсів на основі ринкових індикаторів. Трансфертні ціни продажу ресурсів встановлюються на основі трансфертних цін купівлі шляхом додаванням відповідної відсоткової маржі. Величина та структура даної маржі залежать від цілей та способів використання системи трансфертного ціноутворення у процесі

управління банком. Ринкова модель трансфертного ціноутворення є найбільш прийнятною для банків та набула найбільшого поширення у міжнародній практиці [42].

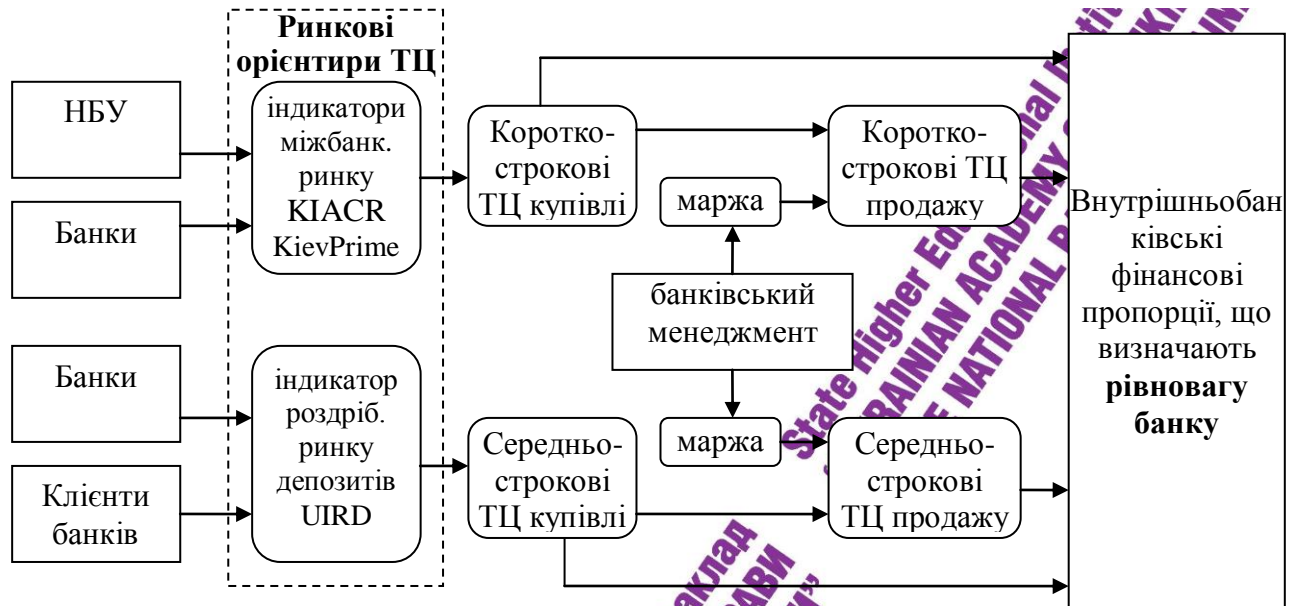


Рис. 2.5. Вплив трансфертного ціноутворення на рівновагу банку (власна розробка)

Формування трансфертних цін на основі ринкових орієнтирів, а також маніпулювання величиною та структурою трансфертної маржі дозволяють вирішувати ряд актуальних завдань банківського менеджменту, які лежать у площині оцінки ефективності центрів відповідальності та удосконалення управління фінансовими ризиками. Застосування ринкового підходу до трансфертного ціноутворення дає можливість забезпечити збалансування внутрішніх ресурсів банку за: обсягами, строками, валютою та вартістю. Таким чином, трансфертні ціни можуть істотно впливати на три основні характеристики, що визначають рівновагу банку: збалансованість основних фінансових пропорцій, стабільне (стійке) функціонування, прийнятний рівень ефективності діяльності.

Як видно з рисунку 2.5, у процесі впровадження ринкового трансфертного ціноутворення ключовим є вірний вибір ринкових орієнтирів для трансфертних цін. Ринковими орієнтирами трансфертного ціноутворення, що визначаються на окремих сегментах національного ринку грошей, можуть виступати наступні індикатори: KIACR, KievPrime та UIRD. Для визначення трансфертних цін за окремими операціями (переважно з нерезидентами) можуть використовуватись

орієнтири закордонних фінансових ринків: LIBOR, EURIBOR, MIBOR, MosPrime, RIBOR і т.д. Більш детально методологічні та методичні аспекти використання ринкових трансфертних цін для забезпечення рівноваги банку буде досліджуватись нами у наступному розділі роботи.

Наступним чітко структурованим елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани, який характеризується достатніми можливостями для формалізації економіко-математичними методами, є **інструменти грошово-кредитної політики Національного банку України** (рис. 2.6).

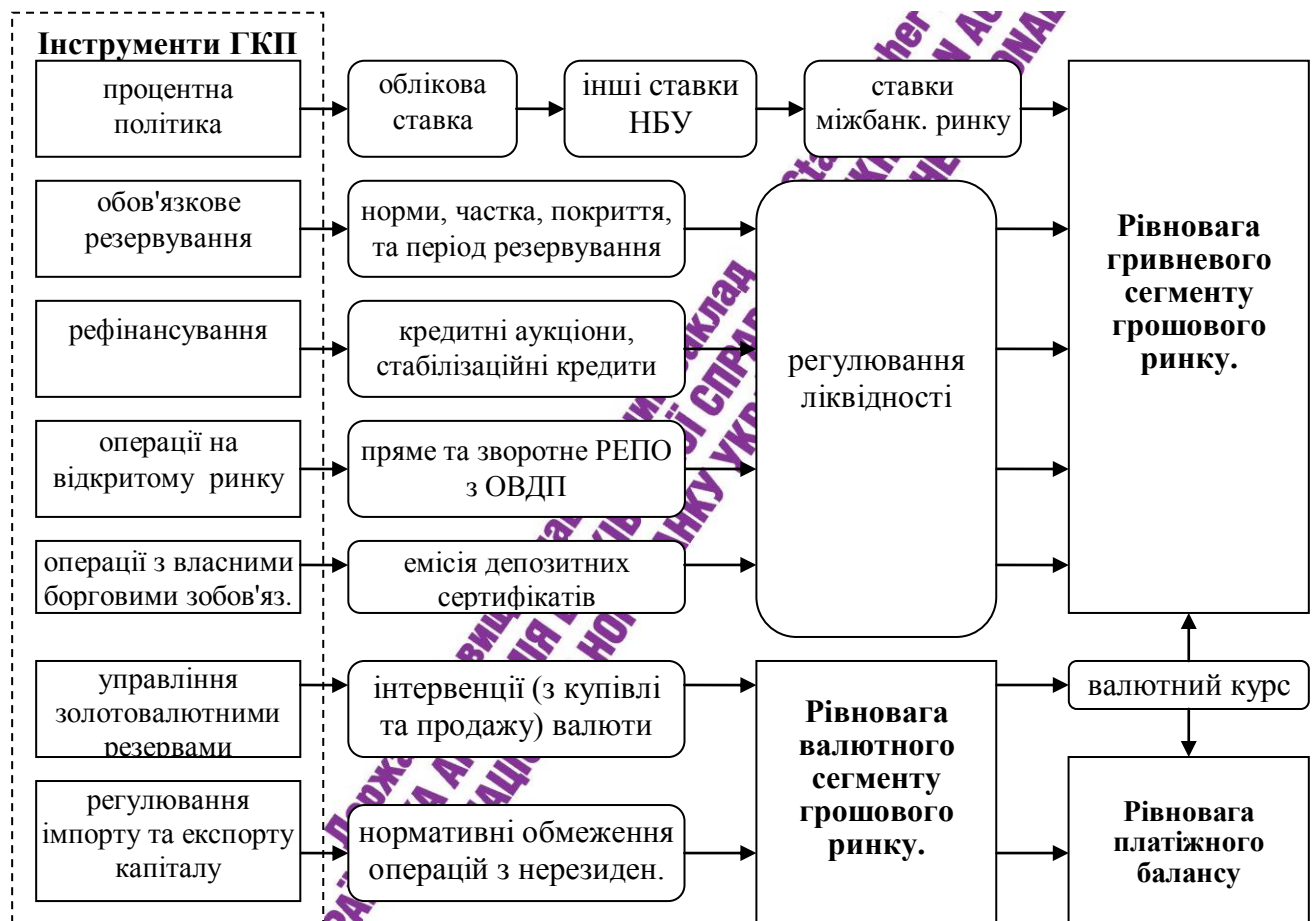


Рис. 2.6. Вплив інструментів ГКП на рівновагу грошового ринку та платіжного балансу (власна розробка)

Відповідно до статті 1 закону України «Про Національний банк України», грошово-кредитна політика (далі ГКП) – це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим законом засобів та методів

[124]. Порядок формування та реалізації грошово-кредитної політики переважно регулюється розділом IV даного закону.

Зокрема, у статті 25 визначено основні інструменти грошово-кредитної політики: обов'язкове резервування; процентна політика; рефінансування; емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними; операції з цінними паперами на відкритому ринку; управління золотовалютними резервами; регулювання імпорту та експорту капіталу. Останні два інструменти ГКП переважно впливають на рівновагу валютного сегменту грошового ринку та платіжний баланс. Інші інструменти, переважно через банківську ліквідність, впливають на збалансування та стабілізацію попиту і пропозиції на гривневому сегменті грошового ринку (рис. 2.6).

Імпульси, що продукуються процентною політикою, характеризується специфічним способом поширення та істотним впливом на усі економічні процеси, зокрема на рівноважні стани. Як наслідок, даний інструмент вважається основним у країнах з розвиненою ринковою економікою. Більшість центральних банків даних країн активно знижували базові процентні ставки у 2008-2009 роках для подолання наслідків світової фінансової кризи. Однак в Україні процентний канал трансмісійного механізму практично не діє, тому наведений на рисунку 2.6 спосіб передачі імпульсів процентної політики НБУ в основному потрібно розглядати як гіпотетичний приклад.

Як зазначалось вище, грошово-кредитна політика спрямована на забезпечення стабільності грошової одиниці України. Відповідно до статті 6 закону України «Про Національний банк України» стабільність грошової одиниці розглядається у контексті досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. У відповідності до статті 1 даного закону, цінова стабільність трактується 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.

На макроекономічному рівні стабільність темпів інфляції досягається шляхом збалансування попиту та пропозиції на грошовому ринку. Зазначимо, що

попит повинен переважно обумовлюватись транзакційними (пов'язаними із реальними потребами економічних суб'єктів у процесі формування, розподілу та перерозподілу валового продукту), а не спекулятивними мотивами. Національний банк через банківську систему формує пропозицію на грошовому ринку. При виваженій грошово-кредитній політиці темпи росту грошової маси відповідатимуть динаміці товарної маси, що відповідно до рівняння обміну Фішера забезпечить низькі темпи інфляції.

Таким чином, можна зробити висновок, що грошово-кредитна політика НБУ спрямована на досягнення рівноваги грошового ринку. Дане твердження ґрунтується на тотожності проаналізованих цілей ГКП та основних характеристик рівноваги грошового ринку, які були обґрунтовані нами вище: збалансованість попиту і пропозиції грошей, стабільність ринкової кон'юнктури та наявність умов для ефективної взаємодії між учасниками грошового ринку для досягнення їх економічних цілей. Останню характеристику, з точки зору держави, потрібно розуміти як досягнення кінцевих цілей державної економічної політики (стабільно низька інфляція та прийнятні темпи росту ВВП); а з точки зору інших учасників ринку (які не є фінансовими посередниками) як можливість ефективного задоволення попиту на гроші.

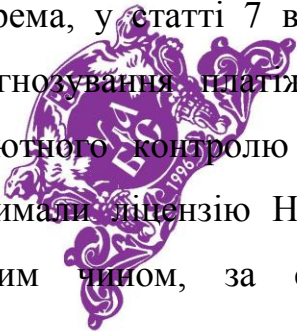
Як зазначається у нашій публікації, інструменти **валютної політики НБУ**, що забезпечують безпосередній (прямий) вплив на параметри валютних відносин, класично поділяються на дві основні групи: економічні та адміністративні [347]. До складу основних економічних інструментів валютної політики центрального банку належать: регулювання режиму валютного курсу, девальвація і ревальвація валют, диверсифікація валютних резервів, девізна політика. Адміністративні інструменти валютної політики переважно представлені різноманітними валютними обмеженнями.

Таким чином, управління золотовалютними резервами та регулювання імпорту і експорту капіталу одночасно можна розглядати як інструменти грошово-кредитної політики НБУ та інструменти валютної політики НБУ. У даному контексті регулювання імпорту та експорту капіталу доцільно розглядати,

як складову адміністративних інструментів валютної політики. Управління золотовалютними резервами є синтезом двох економічних інструментів валютної політики: диверсифікації валютних резервів та девізної політики. Останні два інструменти валютної політики безпосередньо впливають на збалансування та стабілізацію попиту і пропозиції на валютному сегменті грошового ринку. Як наслідок, вони сприяють наближенню міжбанківського валютного ринку до рівноважного стану, що, через прийнятну динаміку валютного курсу, сприяє досягненню рівноваги платіжного балансу (рис. 2.7).

Регулювання режиму валютного курсу та девальвація і ревальвація валют, як основні економічні інструменти валютної політики, безпосередньо впливають на динаміку валютного курсу. Надалі через валютний курс дані інструменти впливають на рівновагу валютного ринку та платіжного балансу (рис. 2.7). Адміністративні інструменти валютної політики, через обмеження окремих груп валютних операцій, спочатку впливають на рівновагу валютного ринку, а потім на динаміку валютного курсу та рівновагу платіжного балансу. У свою чергу, як показано на рисунку 2.2, рівновага платіжного балансу пов'язана із макроекономічною рівновагою.

У дисертаційному дослідженні Журавки Ф.О. зазначається, що валютна політика здійснюється з метою забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти та збалансованості платіжного балансу країни [68; 125, с. 8]. Також у авторефераті зазначається, що головними суб'єктами реалізації валютної політики виступають центральні банки. Наведені твердження узгоджуються зі змістом закону України «Про Національний банк України», зокрема, у статті 7 визначено функції НБУ щодо: 1) складання, аналізу та прогнозування платіжного балансу; 2) здійснення валютного регулювання та валютного контролю за банками та іншими фінансовими установами, які отримали ліцензію Національного банку на здійснення валютних операцій. Таким чином, за своїм внутрішнім змістом валютна політика НБУ спрямовується на стабілізацію та збалансування валютного ринку та статей



платіжного балансу. Іншими словами основною метою валютної політики є урівноваження валютного ринку та платіжного балансу держави.

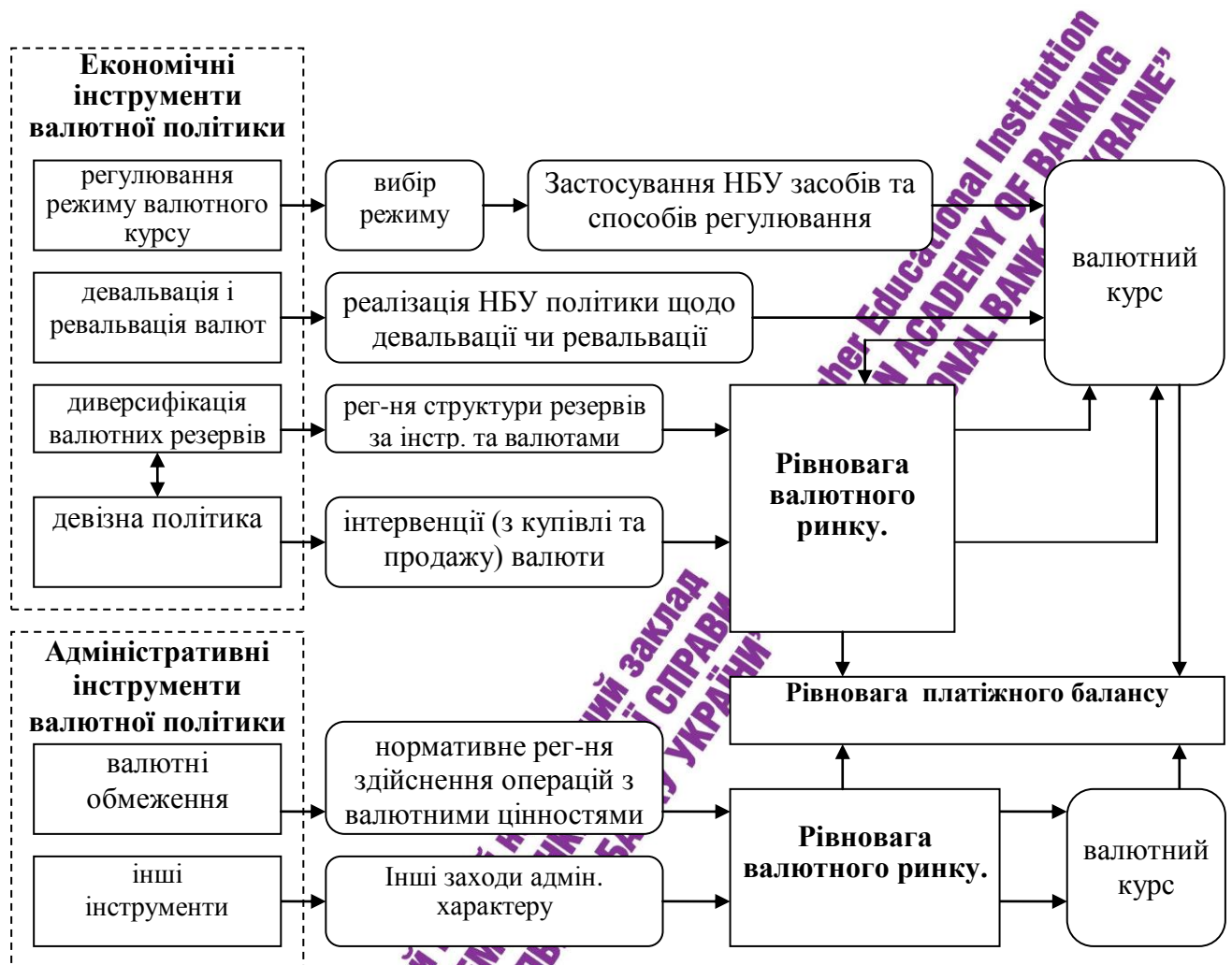


Рис. 2.7. Вплив валютної політики на рівновагу валютного ринку та платіжного балансу (власна розробка)

Останнім елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці є **трансмісійний механізм грошово-кредитної політики** Національного банку України. Даний механізм впливає на економічні процеси через окремі канали. Фахівці НБУ у структурі монетарного передавального механізму України виділяють чотири канали: процентний, кредитний, валютний (в складі каналу вартості активів) та канал очікувань економічних суб'єктів [126, с. 207]. Порядок впливу трансмісійного механізму ГКП на макроекономічну рівновагу доцільно розглядати у розрізі визначених вище

каналів. Через дані канали здійснюється передача імпульсів від Національного банку України до суб'єктів економічних відносин (рис. 2.8).

Передача імпульсів у межах процентного каналу починається зі зміни центральним банком процентних ставок за своїми операціями, перш за все базової ставки. Далі відбувається зміна ставок на міжбанківських ринках, а потім на роздрібних ринках фінансових ресурсів на яких основними кредиторами виступають банки. Зміна ставок на оптових та роздрібних фінансових ринках спричиняє зміни у рішеннях суб'єктів економічних відносин щодо заощаджень, інвестицій та споживання, що у кінцевому підсумку впливає на динаміку ВВП та інфляції (рис. 2.8). Потрібно зазначити, що процентна політика НБУ та процентний канал механізму ГКП є основою антициклічної монетарної політики, що реалізується у економічно розвинених країнах світу. Напрямки формування антициклічної політики НБУ будуть нами розглянуті у наступних розділах роботи.



Рис. 2.8. Вплив трансмісійного механізму на макроекономічну рівновагу (власна розробка)

Працівники НБУ вважають процентний канал трансмісійного механізму одним із основних [126; 127; 128]. Даний підхід також знаходить відображення

у нормативних актах Національного банку [129; 130]. Однак, на практиці існує цілий ряд проблем, що стримують ефективну передачу імпульсів у межах процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні. Зазначені проблеми, а також шляхи їх вирішення будуть досліджуватись у наступних розділах роботи.

У межах кредитного каналу спочатку відбувається застосування окремих інструментів грошово-кредитної політики, перш за все норм обов'язкового резервування, які істотно впливають на обсяг вільних кредитних ресурсів банків. Регулюючи пропозицію кредитних ресурсів банків, зокрема через механізм кредитної мультиплікації, Національний банк впливає на динаміку інвестицій, споживання та інші макроекономічні показники. У межах валютного каналу, перш за все через девізну політику та валютні обмеження, регулюється динаміка валютного курсу. Таким чином, НБУ впливає на інвестиції, чистий експорт та інші макроекономічні показники, що істотно залежать від зовнішньоекономічних та валютних відносин. Канал очікувань відображає потенційну реакцію економічних агентів на зміни у засобах та методах грошово-кредитної політики НБУ.

Імпульси, що передаються кредитним та валютним каналом, а також каналом очікувань у кінцевому підсумку істотно впливають на ВВП та інфляцію. У відповідності до запропонованого нами визначення, макроекономічна рівновага характеризується збалансованістю основних макроекономічних пропорцій, що забезпечують стійкий ріст ВВП в умовах цінової стабільності. Як наслідок, ВВП та інфляція є основними параметрами, що визначають макроекономічну рівновагу.

Таким чином, ми розглянули порядок передачі та логіку перетворення потенціалу імпульсів за допомогою базових елементів механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Подальше вивчення способів передачі та перетворення імпульсів, генерованих банківською системою, дозволить вирішити ряд важливих завдань. По-перше, визначити ключові складові механізму впливу на які надасть найбільший позитивний ефект

на поточному етапі розвитку економічних відносин в Україні. По-друге, розробити заходи державної економічної політики щодо комплексного та узгоджено впливу на ключові елементи механізму з метою формування та підтримки розглянутих рівноважних станів.

2.3 Розвиток інформаційного забезпечення механізму впливу банківської системи на рівноважні стани

Економічна інформація стає все більш вагомим фактором економічної діяльності, а також одним із ключових параметрів наукових досліджень у даній сфері. Якісна інформація необхідна для прийняття ефективних економічних рішень будь-якими суб'єктами економічних відносин. Дана теза набирає особливої актуальності для фінансових відносин, що реалізуються у середовищі значних та динамічних інформаційних потоків. Таким чином, об'єктивна та своєчасна інформація часто стає вирішальним чинником при функціонуванні механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці.

У навчальній літературі широко висвітлюються методичні підходи щодо формування окремих видів звітності банку [133, 139, 141, 143, 152]. У науковій літературі наявні публікації щодо актуальних проблем ведення бухгалтерського обліку у банку та формування банківської звітності [136, 42, 148, 149, 150]. Однак, залишається не достатньо опрацьованим завдання аналізу звітної інформації банків у взаємозв'язку з суб'єктами грошового ринку, які визначають функціонування механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Вирішення даного завдання дозволить визначити проблемні аспекти формування та оприлюднення банківської звітності усунення яких сприятиме підвищенню ефективності її використання суб'єктами

грошового ринку. У свою чергу, суб'єкти грошового ринку або безпосередньо входять до складу банківської системи (комерційні банки, центральний банк) або істотно впливають на параметри її функціонування (юридичні та фізичні особи – клієнти банків). Враховуючи запропоновану структуру механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці (рисунк 2.2), на нашу думку, правомірно у межах даного дослідження ототожнювати поняття «суб'єкти грошового ринку» та «суб'єкти механізму впливу банківської системи на рівноважні стани».

У нашій статті [147] обґрунтовано доцільність виділення у структурі грошового ринку України наступних сегментів: внутрішньобанківський, роздрібний, оптовий (міжбанківський та боргових цінних паперів) та міжнародний. Причому до останнього сегменту ми відносимо операції на грошовому ринку, які прямо або опосередковано впливають на грошові потоки між резидентами та нерезидентами. Учасниками наведених вище сегментів грошового ринку є: комерційні банки та інші фінансові організації; юридичні та фізичні особи – клієнти банків; державні органи, преш за все, центральні банки; закордонні, зокрема міжнародні, фінансові організації [147].

Основними учасниками грошового ринку є комерційні банки. Вони акумулюють найбільший обсяг інформації, яка у подальшому використовується усіма іншими учасниками фінансових відносин. Відповідно банківська звітність є основною складовою інформаційного забезпечення прийняття економічних рішень суб'єктами грошового ринку. Потрібно підкреслити, що банки включають у свою звітність інформацію як за власними операціями, так і за посередницькими операціями виконаними банками за рахунок та з ініціативи клієнтів. Таким чином, банківська звітність досить об'єктивно та комплексно відображає стан, тенденції та перспективи розвитку кон'юнктури основних сегментів грошового ринку.

Банки складають звітність, що суттєво відрізняється від звітності інших суб'єктів господарювання. Перш за все, специфіка банківської звітності проявляється у значно більшому обсязі звітної інформації та публічністю значної її частки. Обсяг звітної інформації, що формується та передається

банками набагато більший за обсяг звітності інших суб'єктів господарювання, що перш за все обумовлюється посиленням державним та внутрішньобанківським контролем за ризиками банківської діяльності. Публічність значного обсягу звітної інформації банків пояснюється значним колом клієнтів банків (фізичних та юридичних осіб), які повинні мати доступ до окремих видів звітної інформації банку.

Потрібно зазначити, що різними вітчизняними та міжнародними організаціями періодично здійснюються дослідження інформаційної прозорості українських банків. Представниками агентства фінансових ініціатив та Standard & Poor's з 2006 року проводиться дослідження інформаційної прозорості банків України. Останній звіт був оприлюднений у 2010 році та охоплював 30 банків, що є найбільшими за величиною чистих активів на 1 липня 2010 року [137]. На банки включені до вибірки припадає понад 80% чистих активів та зобов'язань, а також дві третини капіталу банківської системи України.

За результатами дослідження 2010 року [137] сформульовано висновки щодо зниження рівня інформаційної прозорості найбільших банків України у 2010 році, що практично нівелювало підвищення інформаційної прозорості банків протягом попередніх п'яти років. Дана тенденція суттєво погіршує можливість використання суб'єктами грошового ринку звітної інформації банків для прийняття ефективних економічних рішень.

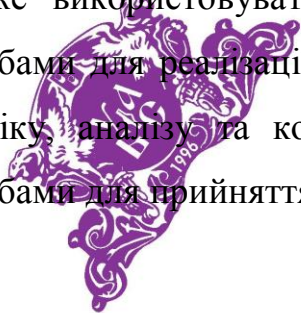
Основною причиною зниження інформаційної прозорості банків є бажання приховати негативний вплив наслідків фінансової кризи 2008-2009 років. Зокрема, негативно вплинула на загальний результат прозорості наявність у вибірці банків, які внаслідок фінансових проблем знаходилися під управлінням тимчасових адміністрацій, запроваджених Національним банком України. Потрібно підкреслити, що інформаційна прозорість банків знижувалась перш за все за рахунок зменшення прозорості фінансової звітності та різко погіршення доступу до звітності, яка надається регулюючим органам (перш за все статичної звітності НБУ).

Інтернет-видання «Економічна правда» розрахувала власний рейтинг прозорості українських банків [140]. Даний рейтинг, на відміну від дослідження Standard&Poor's, більше спрямований на інформаційні потреби інших суб'єктів грошового ринку: акцент зміщується від іноземних інвесторів до клієнтів українських банків. У процесі дослідження оцінювались відкритість в інтернет-мережі: фінансової звітності, послуг, менеджменту, структури власності банків, а також їх здатність оперативно реагувати на журналістські e-mail-запити. Рейтинг охоплює 35 найбільших роздрібних банків, що входять до першої та другої груп за класифікацією НБУ і контролюють 80% активів банківської системи.

Автори рейтингу прозорості українських банків зазначають, що банківський сектор України є досить неоднорідним з точки зору відкритості. Визначено групу установ, які через інтернет-ресурси розкривають достатній обсяг інформації перед усіма зацікавленими суб'єктами грошового ринку. Однак, більшість банків недостатньо добре висвітлюють свою роботу. Окремі фінансові інституції мають проблеми із зовнішньою комунікацією, що обмежує їх конкурентні переваги.

Інформаційне забезпечення прийняття економічних рішень суб'єктами грошового ринку доцільно розглядати у розрізі видів звітності банку: фінансової, статистичної, управлінської та податкової. Основні характеристики даних видів звітності наведено у таблиці 2.1.

Інформація, що розкривається у межах зазначених видів звітності характеризує окремі аспекти та напрямки діяльності банків та їх клієнтів. Вона може використовуватись суб'єктами грошового ринку, які є юридичними особами для реалізації основних функцій управління: планування, організації, обліку, аналізу та контролю; а суб'єктами грошового ринку – фізичними особами для прийняття різноманітних економічних рішень.



Таблиця 2.1

Порівняльний аналіз видів звітності банку

Класифікаційна ознака	Вид звітності			
	Фінансова	Статистична	Управлінська	Податкова
<i>Періодичність надання</i>	Квартальна; річна.	Щоденна; тижнева; декадна; двотижнева; місячна; квартална; піврічна; річна.	Не регулюється.	Місячна, квартална; річна.
<i>Рівень публічності</i>	Повністю публічна.	Частково публічна в агрегованому вигляді.	Не публічна.	Не публічна.
<i>Основні категорії користувачів</i>	Коло користувачів не обмежене. Основні групи: акціонери, НБУ, контрагенти та клієнти банку.	Щодо банківських операцій НБУ, МВФ та інші користувачі. Щодо господарських операцій Держкомстат.	Менеджери вищої та середньої ланок.	Державна податкова адміністрація, керівництво банку.
<i>Спосіб надання</i>	Електронною поштою та на паперових носіях.	Переважно електронною поштою, на паперових в окремих випадках.	Не регламентується.	В паперовому та електронному вигляді.
<i>Суб'єкти, що подають звітність</i>	Балансові підрозділи банку; юридичні особи; материнські банки.	Балансові підрозділи банку; банки-юридичні особи.	Центри відповідальності банку.	Балансові підрозділи банку; банки - юридичні особи.
<i>Основні нормативні акти, що регулюють процес складання</i>	Постанова Правління НБУ №373 від 24.10.2011.	Постанова Правління НБУ №124 від 19.03.2003 року; Накази Держкомстату.	Постанова Правління НБУ №324 від 06.09.2007 року.	Податкове законодавство та Накази ДПА.

Джерело: власна розробка

На рисунку 2.9 розкрито взаємозв'язок видів звітності з сегментами та суб'єктами грошового ринку. Таким чином, найбільш важливими, з точки зору прийняття рішень суб'єктами грошового ринку, є фінансова та управлінська звітність банків, а також статистична звітність, що подається до Національного банку України. Розглянемо більш детально особливості формування та основні напрямки використання даних видів звітності.

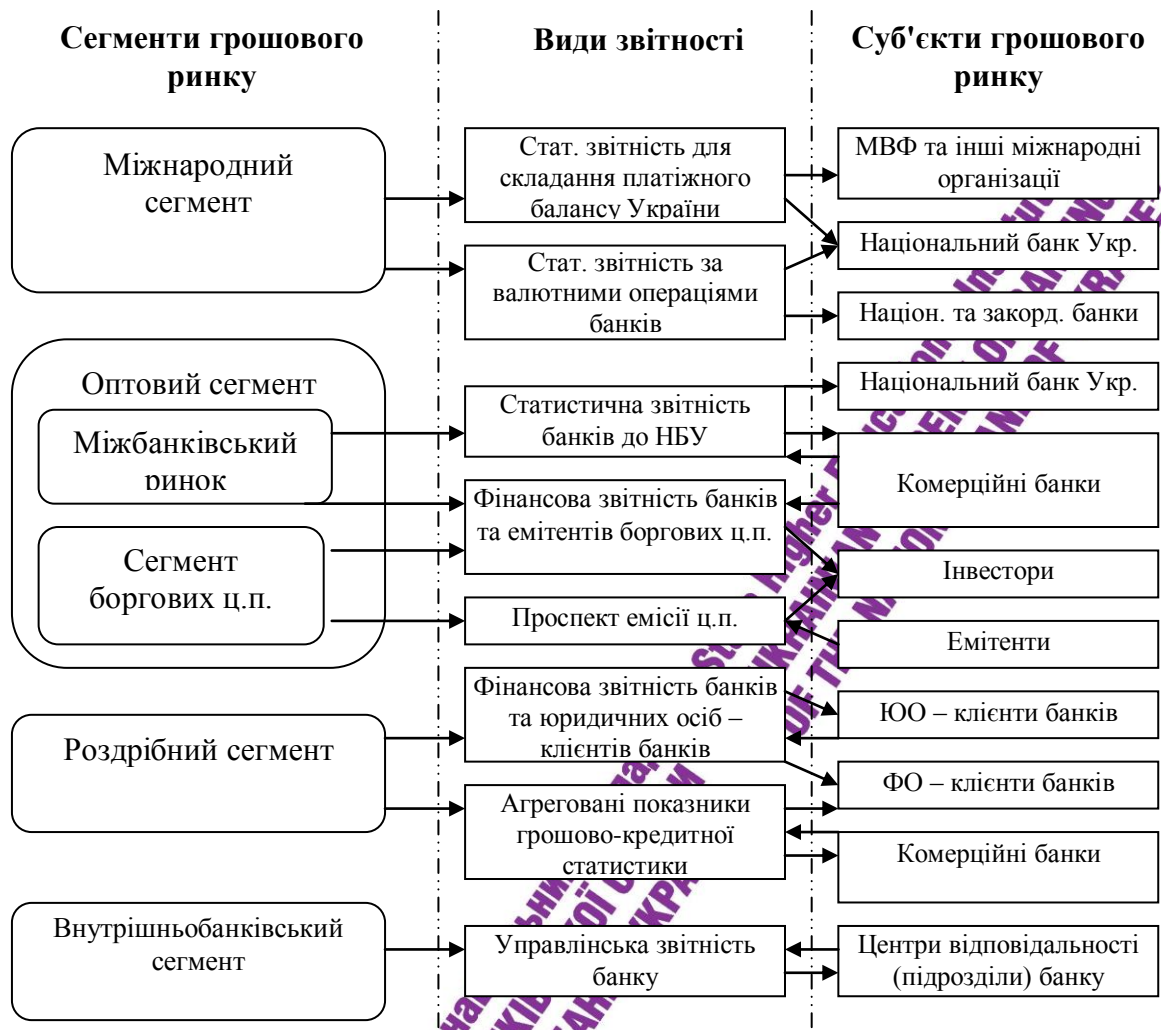


Рис. 2.9. Взаємозв'язок видів звітності з сегментами та суб'єктами грошового ринку (власна розробка)

Фінансова звітність розкриває узагальнену інформацію щодо фінансового стану банку, результатів його діяльності та руху грошових коштів. Таким чином, даний вид звітності комплексно відображає поточний стан банку та може використовуватись для оцінки перспектив його функціонування.

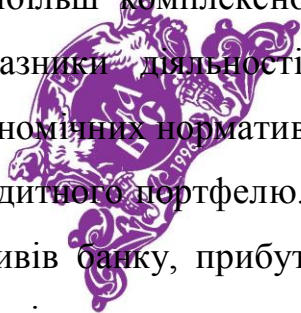
У відповідності до статті 69 закону України «Про банки та банківську діяльність» банк повинен публікувати квартальну фінансову звітність протягом місяця, наступного за звітним кварталом. Банк також зобов'язаний публікувати річну фінансову звітність не пізніше 30 квітня наступного за звітним року. Таким чином, фінансова звітність є повністю публічно, що підвищує її значення, як інформаційної основи прийняття економічних рішень суб'єктами

грошового ринку. Однак, на практиці існують певні проблеми з оприлюдненням фінансової звітності банки на існування яких вказують розглянуті вище дослідження прозорості банків України [137, 140].

Основним нормативним документом, який визначає правила складання та подання фінансової звітності комерційними банками України є інструкція «Про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України» затверджена постановою Правління НБУ №373 від 24.10.2011 року (далі Інструкція №373) [138]. У відповідності до даного документу банки складають чотири види фінансової звітності: квартальну, річну, консолідовану та з урахуванням впливу інфляції.

Помірні темпи інфляції, що спостерігаються в економіці України протягом XXI століття, обумовлюють відсутність необхідності складання фінансової звітності банків з урахуванням впливу інфляції. Консолідовану фінансову звітність складають материнські банки включаючи до власної фінансової звітності показники інших юридичних осіб-учасників консолідованої групи. Суб'єктами грошового ринку консолідована звітність може використовуватись для здійснення аналізу фінансового стану банківської або фінансово-промислової групи. Оскільки консолідована звітність складається лише із річною періодичністю вона може використовуватись виключно для розробки (коригування) стратегічних рішень учасників грошового ринку.

Таким чином, найбільш важливими для суб'єктів грошового ринку є квартальна та річна фінансова звітність. Банк подає квартальну фінансову звітність у складі: балансу, звіту про фінансові результати та трьох приміток. Найбільш комплексно відображає фінансовий стан банку примітка «Окремі показники діяльності банку». У ній банк розкриває інформацію щодо економічних нормативів встановлених НБУ та наводить показники щодо якості кредитного портфелю. Крім того, у даній примітці зазначається рентабельність активів банку, прибутковість акцій та наводиться перелік власників істотної участі.



Річна фінансова звітність складається банками-юридичними особами та включає три основні частини: загальну інформацію про діяльність банку, форми фінансової звітності (баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів, звіт про власний капітал), а також примітки до фінансової звітності. Потрібно зазначити, що основний обсяг інформації у річній фінансовій звітності наводиться у примітках. Більшість приміток деталізують інформацію наведену у річному балансі, деякі примітки уточнюють зміст статей річного звіту про фінансові результати, а також більшість приміток розкривають додаткову інформацію, що не наведена у формах фінансової звітності.

Остання група приміток переважно розкриває інформацію щодо ризиків, які виникають в процесі здійснення банківської діяльності та особливостей управління ними. З точки зору повноти та рівня деталізації інформації щодо ризиків банку, найбільш важливим є зміст примітки «Управління фінансовими ризиками». У даній примітці банк описує цілі, політику, процеси та результати управління основними фінансовими ризиками: кредитним, валютним, відсотковим, географічним та ліквідності. Банк також розкриває методи, що використовувались для оцінки зазначених вище ризиків, а також результати проведеної оцінки.

Таким чином, фінансова звітність банків може використовуватись наступними основними суб'єктами грошового ринку: фізичними та юридичними особами – клієнтами банків для аналізу фінансового стану банків з якими вони співпрацюють (відкривають рахунки та здійснюють банківські операції); інвесторами, що придбавають боргові цінні папери емітовані банками-банками-контрагентами за міжбанківськими операціями.

Працівники департаменту бухгалтерського обліку Національного банку України у своїх наукових публікаціях регулярно досліджують актуальні аспекти формування фінансової звітності банків. Останнім часом більшість їх публікацій присвячено проблемним аспектам імплементації вимог міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності (далі МСБО та

МСФЗ). Зокрема наголошується на необхідності своєчасної підготовки комерційними банками до впровадження нових та перегляду старих стандартів щодо обліку фінансових інструментів [149, 150]. У своїй статті [151] Тетяна Трохименко наголошує на необхідності закріплення у нормативних документах НБУ чітких вимог щодо параметрів та обсягів висвітлення нескількісної інформації у фінансових звітах банку для забезпечення спрощення її розуміння різними групами користувачів.

Далі розглянемо особливості складання та подання *управлінської звітності* банків, яка активно використовується суб'єктами внутрішньобанківського сегменту грошового ринку. Даними суб'єктами виступають центри відповідальності (або підрозділи) банку. Інформаційною основою для складання управлінської звітності виступає управлінський облік. У фундаментальних працях, присвячених дослідженню управлінського обліку, його сутність розкривається на основі аналізу процесу управління та визначення ролі інформації для прийняття ефективних управлінських рішень [133, с. 8-18; 152, с. 8-11].

Управлінський облік забезпечує надходження менеджерам усіх рівнів інформації щодо основних параметрів діяльності компанії, тобто забезпечує зворотний зв'язок між об'єктом управління та менеджером для цілей контролю, аналізу та планування. Особливої актуальності даний вид обліку набуває у процесі управління банківською діяльністю, яка вирізняється високою динамічністю, соціально-економічною значущістю та складністю внутрішньої організаційно-управлінської структури. Ряд публікації вітчизняних та зарубіжних науковців присвячені проблемам формування у банках ефективної системи управлінського обліку та звітності [134, 144, 146].

У вересні 2007 року Національним банком України затверджено «Методичні рекомендації щодо організації процесу формування управлінської звітності в банках України» (далі – методичні рекомендації) [142]. Даний документ розроблено з урахуванням міжнародної практики з питань організації управлінського обліку та формування управлінської звітності в банках.

Методичні рекомендації визначають загальні підходи щодо організації процесу формування управлінської звітності в банках України. Основні напрямками ведення управлінського обліку та складання управлінської звітності, відповідно до методичних рекомендацій НБУ, визначено на рисунку 2.10.



Рис. 2.10. Рекомендована структура управлінського обліку в комерційних банках України (сформовано автором на основі [142])

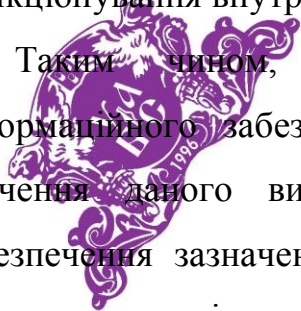
Необхідно зазначити, що процеси оцінки ефективності, планування, бюджетування, аналізу та прогнозування реалізуються на основі використання форм управлінської звітності, яка переважно формується у розрізі об'єктів управління. За результатами вивчення змісту рисунку 2.10, можна зробити наступні висновки. По-перше, усі процедури управлінського обліку спрямовані на формування відповідних форм управлінської звітності. По-друге, управлінський облік переважно ведеться у розрізі певних об'єктів управління. Відповідно до пункту 7 методичних рекомендацій, основними об'єктами

управління банку є: види діяльності; центри відповідальності; продукти та їх групи; клієнти та їх групи [142]. Орган управління банку (спостережна рада або наглядова рада) має регулярно отримувати інформацію про результати діяльності банку за об'єктами управління та порівнювати їх із запланованими показниками.

Враховуючи визначену у методичних рекомендаціях структуру управлінського обліку (рис. 2.10), можна зробити висновок, що методика оцінювання прибутковості та ефективності діяльності об'єктів управління реалізується за допомогою системи трансфертного ціноутворення. Необхідно підкреслити, що трансфертні ціни також широко застосовуються для складання форм управлінської звітності, що використовуються у процесі планування, організації, аналізу та контролю діяльності об'єктів управління. Дані ціни встановлюються комітетом з управління активами і пасивами у розрізі валют та строків погашення відповідних процентних активів та зобов'язань. Найбільш економічно обґрунтованим підходом до розрахунку трансфертних цін є їх формування на основі ринкових індикаторів [42].

У розділі IV методичних рекомендації [142] наводяться підходи щодо формування управлінської звітності банків. Ключовою ідеєю складання управлінської звітності є формування певної системи показників у розрізі об'єктів управління. Найбільш поширеним об'єктом управління, у вітчизняних банках, є центри відповідальності. Формування управлінської звітності за центрами відповідальності банку дає можливість вирішувати актуальні завдання банківського менеджменту та сприяє забезпеченню ефективного функціонування внутрішньобанківського сегменту грошового ринку.

Таким чином, управлінська звітність є основним елементом інформаційного забезпечення центрів відповідальності (підрозділів) банку. Значення даного виду звітності, як базової складової інформаційного забезпечення зазначених суб'єктів обумовлюється декількома специфічними рисами управлінської звітності. По-перше, при формуванні системи управлінського обліку та звітності безпосередньо враховуються основні



параметри діяльності банку: специфіка організаційно-управлінської структури, тактичні та стратегічні цілі, ринкова позиція і т.д. По-друге, наявна можливість як деталізації так і узагальнення інформації у формах управлінської звітності на рівні будь-якого об'єкту управління. По-третє, при формуванні управлінської звітності, на основі використання трансфертних цін, враховується внутрішньобанківський перерозподіл фінансових ресурсів між центрами відповідальності. Як зазначалось вище, трансфертні ціни переважно розраховуються на основі ринкових індикаторів оптового сегменту грошового ринку, що забезпечує взаємозв'язок між різними сегментами грошового ринку.

Складання і подання *статистичної звітності* банків регламентується Правилами організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України, які затверджені постановою Правління НБУ №124 від 19.03.2003 року (далі Правила) [145]. Правила визначають перелік та зразки форм статистичної звітності, а також порядок їх заповнення, періодичність складання та терміни їх подання даних до Національного банку України.

Розробниками форм статистичної звітності виступають структурні підрозділи центрального апарату Національного банку України, які відповідно до своїх повноважень та функцій, подають пропозиції про введення нових та зміни до діючих форм статистичної звітності. Для складання форм статистичної звітності використовуються дані фінансового обліку та параметри аналітичних рахунків бухгалтерського (визначених у додатку 2 до Правил).

Банки подають до НБУ більше сімдесяти форм статистичної звітності, які наведені у додатку 1 до постанови Правління НБУ №124 [145]. Дані форми використовуються підрозділами НБУ для виконання поставлених перед ними завдань. Потрібно зазначити, що НБУ не публікує дані форми у розрізі кожного банку, однак наводить отриману з них інформацію в узагальненому вигляді на офіційному сайті та у своїх друкованих виданнях.

Враховуючи сутність інформації, що розкривається у даних формах, а також приймаючи до уваги напрямки їх використання та порядок оприлюднення, ми структурували форми статистичної звітності у розрізі

потенційних користувачів (табл. 2.2). У даній таблиці усі форми статистичної звітності розглядаються у розрізі 5 груп суб'єктів які функціонують на окремих сегментах грошового ринку. Більш детально форми статистичної звітності банків охарактеризовані у наших роботах [139; 394].

Таблиця 2.2

Використання суб'єктами грошового ринку форм статистичної звітності банків

Номер форми	Назва форми
1. Фізичні та юридичні особи, які є клієнтами банку на роздрібному сегменті грошового ринку.	
Форма N 310 (місячна).	Звіт про суми і процентні ставки за наданими кредитами та залученими депозитами.
Форма N310Д (щоденна).	Звіт про суми і вартість кредитів (у процентах річних).
Форма N350Д (щоденна).	Звіт про суми і вартість депозитів (у процентах річних).
2. Банки-контрагенти за операціями на міжбанківському сегменті грошового ринку.	
Форма N 604 (місячна).	Звіт про формування резерву на відшкодування можливих втрат за кредитами.
Форма N 618 (декадна).	Звіт про залишки коштів, що розміщені в інших банках та залучені від інших банків.
Форма N 631 (декадна).	Звіт про структуру активів та пасивів за строками.
3. Інвестори та емітенти боргових цінних паперів.	
Форма N 363 (місячна).	Звіт про цінні папери, емітовані банком, іншу заборгованість, похідні фінансові інструменти, доходи та витрати банку.
Форма N 391 (місячна).	Звіт про стан портфеля цінних паперів.
Форма N 691 (місячна).	Звіт про операції банків з цінними паперами та сформовані під них резерви.
4. Національний банк України.	
Форма N 1Д (щоденна).	Баланс банку.
Форма N 10 (місячна).	Оборотно-сальдовий баланс банку.
Форма N 381 (місячна).	Довідка про залучені кошти та їх залишки на кореспондентському рахунку.
Форма N 611 (місячна).	Звіт про дотримання економічних нормативів та лімітів відкритої валютної позиції.
Форма N 612 (річна).	Звіт про дотримання економічних нормативів на основі консолідованої фінансової звітності.
Форма N 655 (місячна).	Звіт про кількість реструктуризованих кредитних договорів та обсяги заборгованості
Форма N 658 (місячна).	Звіт про заборгованість за кредитними операціями, за якими мали місце прострочення платежів за основним боргом та/або нарахованими доходами.
Форма N 670 (квартальна)	Звіт про двадцять найбільших учасників банку.

5. Суб'єкти міжнародного сегменту грошового ринку.	
Форма N 520 (місячна).	Інформація про курс та обсяги операцій банку з купівлі та продажу безготівкової іноземної валюти та про обсяги операцій обміну (конвертації).
Форма N 522 (щоденна).	Дані про рух коштів на рахунках іноземних банків, відкритих в банках України.
Форма N 536 (місячна).	Звіт про операції з банківськими металами.
Форма N 538 (щоденна).	Інформація про купівлю безготівкової іноземної валюти за дорученням клієнтів банку, інших банків та уповноваженими банками.
Форма N550Д (щоденна).	Розшифрування валютних рахунків.
Форма N 550 (місячна).	Обороти за рахунками в іноземній валюті.
Форма N 552 (щоденна).	Звіт про надходження від нерезидентів та продаж безготівкової іноземної валюти.
Форма N 558 (щоденна).	Звіт про використання купленої безготівкової іноземної валюти уповноваженим банком у Національного банку України
Форма N 1-ПБ (місячна).	Звіт банку про фінансові операції з нерезидентами.
Форма N3-ПБ (квартальна).	Звіт про міждержавний рух капіталів у формі портфельних інвестицій та фінансового лізингу.

Джерело: сформовано автором на основі [145]

Проблемні аспекти використання статистичної звітності для забезпечення інформаційно-аналітичної підтримки виконання Національним банком України своїх функцій розглядаються у статті директора департаменту статистики НБУ Віктора Головка [136]. Також у своєму дослідженні автор визначає напрямки удосконалення статистичної звітності НБУ.

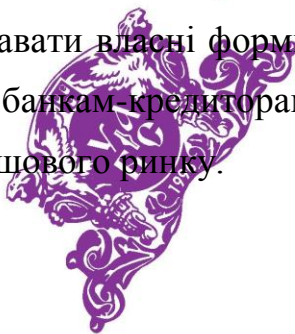
За результатами дослідження нами встановлено, що основними складовими інформаційного забезпечення прийняття економічних рішень суб'єкти механізму впливу банківської системи на рівноважні стани виступають наступні види звітності банку: управлінська, фінансова та статистична.

Управлінська звітність є не публічною та відповідно не доступна для більшості суб'єктів механізму. Форми управлінської звітності використовуються виключно менеджерами вищої та середньої ланок для прийняття економічних рішень, які визначають стратегію та тактику діяльності

банку та його підрозділів на різних сегментах грошового ринку. Також управлінська звітність безпосередньо використовується суб'єктами внутрішньобанківського сегменту ринку (центрами відповідальності) у процесі перерозподілу ними банківських ресурсів. Даний перерозподіл здійснюється за трансфертними цінами, які забезпечують економічно обгрунтований спосіб його безпосередньої реалізації. Таким чином, трансфертні ціни є ключовим елементом управлінської звітності, що дає явлення про ефективність функціонування внутрішньобанківського ринку та істотно впливає на рівновагу банку.

Фінансова звітність використовуються суб'єктами як роздрібною так і оптового сегментів грошового ринку. Даний вид звітності є повністю публічним та містить як узагальнені дані (форми звітності) так і деталізовані показники (примітки), що комплексно характеризують фінансовий стан банку. До переваг даного виду звітності можна віднести поступову адаптацію методики складання до вимог МСБО та МСФЗ. Однак істотним недоліком фінансової звітності є значний часовий проміжок (квартал або рік) між періодами складання та проблеми щодо додержання банками вимог по її оприлюдненню.

Найбільш комплексно та детально результати діяльності суб'єктів, що функціонують на усіх сегментах грошового ринку, відображаються у статистичній звітності банків що подається до НБУ. Відповідно даний вид звітності є найбільш цінним з точки зору прийняття своєчасних та виважених економічних рішень щодо здійснення операцій на грошовому ринку. Даний вид звітності є частково публічним: оприлюднюються агреговані дані на сайті та у друкованих виданнях Національного банку. Однак, за потреби банки можуть надавати власні форми статистичної звітності іншим суб'єктам ринку (перш за все банкам-кредиторам) для здійснення окремих операцій на оптовому сегменті грошового ринку.



Висновки до розділу 2

1. На основі дослідження розуміння рівноважних станів у різних суспільних, природних та штучних системах обґрунтовано основні ознаки рівноваги економіки як системи: 1) збалансованість (пропорційність) процесів або чинників, що впливають на систему; 2) стабільність системи у процесі її розвитку (динамічна рівновага); 3) економічна ефективність системи з точки зору окремих індивідумів, їх груп та суспільства в цілому.

2. Враховуючи обґрунтовані ознаки, сформульовано авторське визначення поняття “економічна рівновага”: стан (або траєкторія руху) економічної системи, що характеризується збалансованістю (пропорційністю) її параметрів та наявністю ознак стабільності даної системи, що у сукупності створює умови для ефективного її функціонування. Встановлено, що банківська система може здійснювати істотний вплив на чотири види рівноважних станів: рівновагу банку, рівновагу грошового ринку, макроекономічну рівновагу та рівновагу платіжного балансу. На основі авторського визначення поняття “економічна рівновага” сформульовано визначення зазначених вище видів рівноважних станів.

3. Визначено підходи до структурування механізму впливу банківської системи на економічну рівновагу. Під механізмом впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці пропонується розуміти сукупність елементів, що перетворюють імпульси, генеровані банківською системою, та передають їх до мікро- та макроекономічних систем, забезпечуючи вплив даних імпульсів на рівень урівноваженості даних систем. Під імпульсом розуміється прийняття економічних рішень або зміна параметрів внаслідок дії ринкового механізму.

4. Обґрунтовано доцільність поділу усіх елементів механізму на дві групи: базові (продуктивні) та допоміжні (непродуктивні). Перша група елементів забезпечує перетворення та передачу потенціалу імпульсів таким чином, що вони спричиняють істотний вплив на рівноважні стани. Однією з основних властивостей продуктивних (базових) елементів механізму є збільшення економічного ефекту (результату) впливу імпульсів у порівнянні з їх

потенціалом впливу. До базових елементів механізму належать: трансфертне ціноутворення, банківський менеджмент, інфраструктура грошового ринку, інструменти грошово-кредитної політики Національного банку України (ГКП НБУ), інструменти валютної політики НБУ, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики, а також рівень ефективності виконання банківською системою притаманних їй функцій.

5. Допоміжні елементи механізму не спроможні збільшувати потенціал впливу імпульсів, генерованих економічними агентами або ринковим механізмом. Вони спричиняють затухання потенціалу впливу даних імпульсів у процесі їх передачі та перетворення. До непродуктивних елементів можна віднести: вплив окремих юридичних або фізичних осіб, що є клієнтами банку на його рівновагу. Певним виключенням можуть бути великі підприємства, які за масштабами співставні із банківською установою. Також непродуктивним елементом можна вважати вплив великих, середніх та малих (за класифікацією НБУ) банків на рівновагу грошового ринку. Дані банки у сукупності контролюють лише близько третини фінансових ресурсів банківської системи України, тоді як найбільші банки – близько двох третин. Вивчення допоміжних елементів механізму є недоцільним, так як вони не відіграють визначальну роль у результаті впливу імпульсів банківської системи на рівноважні стани у економіці.

6. На основі відображення стійких взаємозв'язків складових банківської системи, які генерують імпульси, з економічними системами, урівноваженість яких перебуває під впливом даних імпульсів, визначено структуру механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці. Встановлено, що найбільша кількість імпульсів генерується Національним банком України. Крім того, центральний банк істотно впливає на інші складові банківської системи. На відміну від інших видів рівноваги, макроекономічна рівновага формується внаслідок впливу банківської системи в цілому. Даний вид рівноваги перебуває під впливом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Формування, перетворення та передача імпульсів у його межах забезпечується усіма складовими банківської системи.

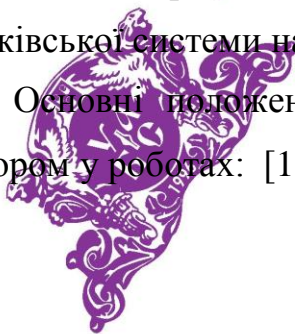
7. З точки зору формалізації способу передачі та перетворення імпульсів,

зазначені базові елементи механізму пропонується поділити на дві групи: до першої віднесено елементи зі значним рівнем узагальнення та низькою можливістю формалізації, до другої – чітко структуровані елементи з високою можливістю їх формалізації. Під формалізацією розуміється можливість адекватного опису функціонування даних елементів на основі певних масивів цифрових даних, які у подальшому будуть оброблятися із застосуванням кількісних (економіко-математичних) методів аналізу. Встановлено, що формалізацію процесів передачі та перетворення імпульсів базовими елементами першої групи доцільно проводити на описовому рівні. Дослідження функціонування базових елементів другої групи необхідно проводити більш детально із застосуванням економіко-математичних методів.

8. Подальше вивчення способів передачі та перетворення імпульсів, генерованих банківською системою, дозволить вирішити ряд важливих завдань. По-перше, визначити ключові складові механізму впливу на які надасть найбільший позитивний ефект на поточному етапі розвитку економічних відносин в Україні. По-друге, розробити заходи державної економічної політики щодо комплексного та узгодженого впливу на ключові елементи механізму з метою формування та підтримки розглянутих рівноважних станів.

9. На основі порівняльного аналізу видів звітності банків у взаємозв'язку з суб'єктами грошового ринку визначено складові інформаційного забезпечення механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці. Найбільш комплексно та детально результати діяльності суб'єктів банківської системи відображаються у їх статистичній звітності. Відповідно, даний вид звітності є найбільш цінним з точки зору прийняття своєчасних та виважених економічних рішень, які формують імпульси у межах механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [135; 139; 347; 390; 392; 394; 403; 405; 406; 409].



РОЗДІЛ 3.

ТРАНСФЕРТНЕ ЦІНОУТВОРЕННЯ ЯК ОДИН ІЗ КЛЮЧОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ БАНКУ

3.1 Рівновага банку як системна характеристика його діяльності

Як витікає із дослідження сутності рівноважних станів у економіці та запропонованої класифікації видів економічної рівноваги, що наведені нами у підрозділі 1.2 роботи, одним із основних напрямків дослідження рівноважних станів у економіці є вивчення рівноваги на рівні окремих суб'єктів економічних відносин. Як зазначалось у першому розділі роботи, проблема формування рівноваги на рівні окремих споживачів та виробників переважно розглядається у контексті їх взаємодії з іншими суб'єктами економічних відносин. Тобто досліджується процес формування рівноважних цін, при яких споживачі максимально задовольняють свої потреби а виробники максимізують прибуток.

Однак, подальше ускладнення організаційної та управлінської структури юридичних осіб, обумовлює необхідність вивчення інструментів забезпечення внутрішньогосподарської рівноваги окремого виробника. У межах внутрішньогосподарських відносин доцільно розглядати рівновагу великих та середніх підприємств (у т. ч. банків) із децентралізованою організаційно-управлінською структурою.

Для визначення сутності терміну «внутрішньогосподарська рівновага» необхідно сформулювати ряд уточнень, які обумовлюються специфікою внутрішньогосподарських відносин:

1. рівноважний стан виробника (фірми) формується внаслідок взаємодії підрозділів (центрів відповідальності) юридичної особи;
2. об'єктом відносин між підрозділами юридичної особи виступають внутрішньогосподарські товари та послуги;



3. результати внутрішньогосподарських відносин відображаються у межах управлінського обліку;
4. основними показниками, що відображають фінансові результати внутрішньогосподарських взаємовідносин центрів відповідальності є трансфертний результат (різниця між трансфертними доходами та трансфертними витратами), який розраховується методом множення трансфертної ціни (трансфертних цін) на обсяг (обсяги) внутрішньогосподарських товарів та послуг.

На основі розглянутих підходів до визначення сутності рівноваги на рівні окремих суб'єктів економічних відносин, а також враховуючи розкриті вище особливості внутрішньогосподарських відносин, можна сформулювати сутність терміну «внутрішньогосподарська рівновага» – це стан внутрішньогосподарських відносин, при якому центри відповідальності окремої юридичної особи не мають економічних стимулів до зміни існуючих параметрів їх діяльності, а також забезпечують досягнення тактичних і стратегічних цілей юридичної особи.

У межах нашого дослідження ми розглядатимемо внутрішньобанківську рівновагу, як ключову передумову формування рівноваги банку. Як зазначалось у попередньому розділі роботи, під *рівновагою банку* ми розуміємо такий його стан, коли основні внутрішньобанківські фінансові пропорції дозволяють забезпечити стабільне функціонування даного фінансового посередника із прийнятним рівнем ефективності. На нашу думку, враховуючи специфіку банківської діяльності, внутрішньобанківські фінансові пропорції досить повно відображають рівень досягнення внутрішньобанківської рівноваги.

Необхідно підкреслити, що основним економічним стимулом зміни параметрів внутрішньогосподарських відносин виступає динаміка значень трансфертних цін. Як зазначалось вище, на основі використання даного виду цін розраховується трансфертний результат, який є основним критерієм оцінки ефективності діяльності центрів відповідальності юридичної особи.

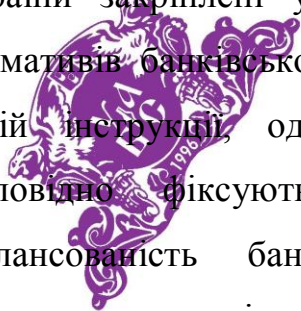
Враховуючи трансфертний результат керівництво приймає управлінські рішення щодо менеджерів та працівників центрів відповідальності.

Враховуючи наведене вище визначення рівноваги банку з точки зору системного підходу, можна виділити три основні характеристики рівноважного стану даного фінансового посередника: дотримання відповідних *фінансових пропорцій* (збалансованість), *стабільність функціонування* (стійкість) та *прийнятна ефективність*. Розглянемо більш детально зазначені характеристики банку, які визначають рівень його урівноваженості як системи.

Потрібно підкреслити, що ми розглядаємо фінансові пропорції банку як результат впливу усіх складових банківського менеджменту, а не лише управління фінансовими ресурсами банку. Наприклад, корпоративне управління безпосередньо не впливає на структуру та динаміку банківських операцій, однак від прозорості та ефективності вищих органів управління безпосередньо залежать внутрішньобанківські політики та правила, що визначатимуть технологію здійснення банківських операцій та їх параметри.

Під *фінансовими пропорціями* ми розуміємо співвідношення, перш за все у формі коефіцієнтів, між окремими фінансовими показниками банківської діяльності, бажані значення яких є емпірично визначеними та теоретично обґрунтованими. Пропонуємо розглядати три основні групи фінансових пропорцій: встановлені НБУ, визначені іншими суб'єктами, встановлені керівництвом банку (табл. 3.1).

Спочатку розглянемо фінансові пропорції банківської діяльності встановлені Національним банком України. Основні фінансові пропорції банків України закріплені у постанові НБУ №368 [94] у вигляді економічних нормативів банківської діяльності. Із дванадцяти нормативів, що наведені у даній інструкції, одинадцять розраховуються у вигляді коефіцієнтів і відповідно фіксують основні фінансові пропорції, що визначають збалансованість банківської діяльності. Норматив Н1 «адекватності регулятивного капіталу» хоч і визначається як абсолютний показник, однак у процесі його розрахунку застосовується цілий ряд пропорцій (співвідношення



основного і додаткового капіталу, частка субординованого боргу, що включається до регулятивного капіталу і т.д.), які дають підстави також відносити даний норматив до основних фінансових пропорцій.

Таблиця 3.1

Основні фінансові пропорції банківської діяльності

Встановлені Національним банком України		Визначені іншими суб'єктами		Встановлені керівниками банку			
економічні нормативи	капіталу	Базельський комітет (нормативи)	капіталу	управління фінансовими ризиками	ліквідності		
	ліквідності		ліквідності		кредитного		
	кредитні	Міжнародні рейтингові агентства	ін. ризиків		валютного		
	інвестицій		S&P		процентного		
ліміти валютної позиції	довгої	Національні рейтинги	Moody's,	аналіз та контроль прибутковості	витрат		
	короткої		Fitch		доходів		
коефіцієнти методик оцінки кредитоспромож.	банків		Інші методики рейтингової оцінки банків		АУБ	аналіз та контроль інших показників	рентабельності
	ЮО				Укр. правди		управління активами та пасивами
	ФО	Кромонава	ділової активності				
банківський нагляд	показники дистанційного нагляду	Інші методики рейтингової оцінки банків	CAEL	планування	стійкості		
	CAMELS		SCOR		платоспроможності		
	стрес-тести		SAABA		стратегічні цілі		
					тактичні цілі		

Джерело: власна розробка

У діяльності комерційних банків застосовуються цілий ряд інших фінансових пропорцій, які фіксуються як у нормативних документах НБУ так і внутрішньобанківських документах. Наприклад, Постанова НБУ №290 [95] визначає порядок розрахунку лімітів валютної позиції, основним призначенням яких є збалансування притоку та відтоку валюти за банківськими операціями. Крім того, у більшості випадків банки встановлюють внутрішні ліміти за валютними операціями виходячи із тактики та стратегії власної діяльності на фінансовому ринку.

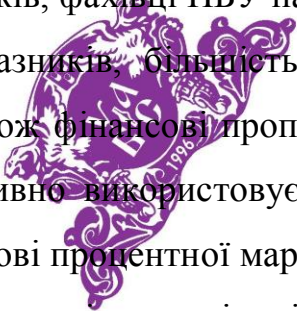
Фінансові пропорції можуть характеризувати фінансові показники банку або визначати фінансовий стан клієнтів банку. Останні також впливають на фінансові результати діяльності банку та його рівновагу. До другої групи

фінансових пропорцій можна віднести показники, що використовуються у методиках оцінки кредитоспроможності фізичних та юридичних осіб, які є позичальниками банку. Основні показники оцінки кредитоспроможності визначені постановами НБУ. Однак, кожен банк враховуючи дані показники розробляє власні методики оцінки кредитоспроможності у залежності від специфіки своєї діяльності та особливостей кредитної політики.

Також на основі оцінки відповідності фактичних фінансових пропорцій банку встановленим нормативним значенням здійснюється банківський нагляд. Зокрема, Національний банк проводить рейтингову оцінку діяльності банків за системою CAMELS [97]. Значна кількість показників даної системи представлена у вигляді коефіцієнтів. Фахівці НБУ розглядають різноманітні підходи щодо удосконалення оцінки банків при здійсненні контролю за їх діяльністю на основі CAMELS, зокрема на основі врахування додаткових фінансових пропорцій [103].

Державні органи країн з розвинутою економікою, здійснюючи нагляд за діяльністю банків, також активно використовують системи оцінки ризиків та раннього реагування: Франція застосовує системи ORAP та SAABA; Німеччина – BAKIS; Італія – PATROL, Нідерланди – RAST; Великобританія – RATE; США – CAMELS, SEER, CAEL, SCOR [105]. Дані системи також переважно ґрунтуються на аналізі фінансових пропорцій. Вони переважно представлені системами фінансових коефіцієнтів або ґрунтуються на використанні різноманітних коефіцієнтів у межах рейтингових систем.

Крім того, здійснюючи безвиїзний (дистанційний) нагляд за діяльністю банків, фахівці НБУ на основі статичної звітності розраховують ряд фінансових показників, більшість яких відображають певні фінансові пропорції банку. Також фінансові пропорції покладені в основу методики стрес-тестування, що активно використовується центральними банками у посткризовий період: на основі процентної маржі та спреду проводиться стрес-тест процентного ризику; на основі розривів між активами та пасивами у розрізі строків – стрес-тест



ліквідності; на основі відкритих валютних позицій – стрес-тест валютного ризику.

До основних суб'єктів (крім центробанків), що визначають фінансові пропорції діяльності банків, можна віднести: Базельського комітет, Міжнародні рейтингові агенції, а також суб'єкти, що формують національні банківські рейтинги. Більшість країн світу намагаються формувати методичку банківського нагляду враховуючи рекомендації Базельського комітету. На даний момент, найбільш важливими із них є Базель III, ключові нормативи якого встановлено у вигляді коефіцієнтів, що фіксують пропорції пов'язані із банківським капіталом та ризиковими активними операціями банку [98]. Зокрема на рівні 4,5% встановлюється співвідношення між загальним капіталом та зваженими на ризик активами, з урахуванням вилучень (у Базелі II дане співвідношення встановлювалося на рівні 2%). Також підвищуються вимоги (у порівнянні із у Базелем II) щодо інших коефіцієнтів пов'язаних з капіталом та ліквідністю банку.

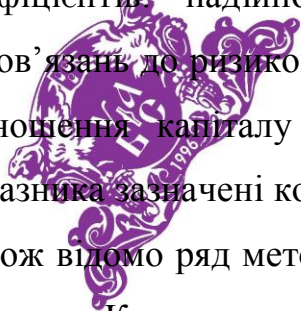
Відповідно до закону «Про банки та банківську діяльність» в Україні банки створюються у формі публічних акціонерних товариств. Як наслідок, банки є емітентами акцій, крім того багато з них також емітують боргові цінні папери – облигації. У відповідності до законодавства емітенти (зокрема банки) та їх цінні папери повинні отримати рейтинг. На офіційному сайті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [99] визначено перелік міжнародних рейтингових агентств, які мають право визначати обов'язкові рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів: Fitch Ratings (Велика Британія, Сполучені Штати Америки); Moody's Investors Service (Сполучені Штати Америки); Standard and Poor's (Сполучені Штати Америки); дочірні компанії, які знаходяться під операційним контролем Moody's Investors Service Inc. Сформовані зазначеними вище міжнародними агентствами кредитні рейтинги є основним джерелом інформації для інвесторів та визначають стратегічні орієнтири розвитку банку.

У науковій статті вітчизняних дослідників [104] детально розглядається методика присвоєння рейтингу міжнародними агентствами. Зокрема

вказується, що існує два основні напрямки присвоєння рейтингів банкам: за величиною чистого капіталу або на основі коефіцієнтного аналізу. У даному розумінні чистий капітал визначається, як різниця між експертною оцінкою активів банку та балансовою вартістю його зобов'язань. Коефіцієнтний аналіз ґрунтується на використанні комплексної системи коефіцієнтів фінансового стану банку з урахуванням їх вагомості. Таким чином, можна зробити висновок що кожен із розглянутих вище підходів формування рейтингової оцінки банку ґрунтується на вивченні основних його фінансових пропорцій.

На основі використання фінансових пропорцій також складаються різноманітні національні рейтинги банків. Так на офіційному сайті Асоціації українських банків [100], розраховуються та оприлюднюються окремі фінансові коефіцієнти банків-членів даної організації. Різноманітні банківські рейтинги, із використання фінансових коефіцієнтів, формує Інтернет-видання «Українська правда» [101]. Інші друковані та інтернет-видання також формують спрощені рейтинги банків на основі фінансових коефіцієнтів. Іноді проводяться більш ґрунтовні рейтингові дослідження банків, однак вони мають комерційний характер, їх результати зазвичай повністю не оприлюднюються, а методики є закритими. Однак, навіть у таких дослідженнях автори безумовно враховують основні фінансові пропорції банківської діяльності, оскільки вони є універсальним та об'єктивним вимірником якості банківського менеджменту.

За визнанням науковців та банківських аналітиків найбільш відомою у пострадянських країнах є методика В. Кромонава [102]. Вона розроблена групою російських економістів та ґрунтується на розрахунку шести коефіцієнтів: надійності, миттєвої ліквідності, співвідношення сукупних зобов'язань до ризикових активів, загальної ліквідності, захищеності капіталу, відношення капіталу до статутного фонду. Для розрахунку підсумкового показника зазначені коефіцієнти нормуються та зважуються на вагові значення. Також відомо ряд методик рейтингової оцінки банків, що розроблені на основі методики Кромонава, зокрема, методика рейтингової оцінки Ширинської [102].



Третьою групою фінансових пропорцій є внутрішньобанківські показники, що встановлюються менеджерами банку. Підсистеми фінансового менеджменту банку науковці переважно розглядають у розрізі етапів управління: планування, аналіз, контроль [108, с. 22-33]. Проаналізуємо основні внутрішньобанківські пропорції враховуючи зазначені етапи управління. Більш детально розглянемо фінансові пропорції пов'язані з управлінням ризиками та аналізом і контролем прибутковості діяльності (табл. 3.1). Більшість даних показників можуть розраховуватись як на рівні банку в цілому, так і на рівні окремих підрозділів банку (виділених у межах фінансової або організаційної структури).

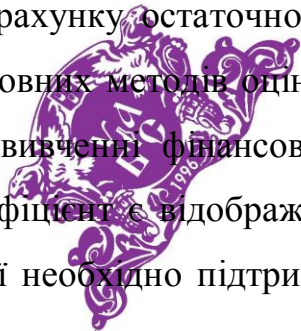
У главі 5 фундаментальної роботи з проблем банківського менеджменту Пітера Роуза розглядаються ключові підходи щодо оцінки результатів діяльності банку з точки зору оцінки його прибутковості та ризиковості [106, с. 126-170]. Абсолютна більшість методичних підходів до оцінки діяльності банку, що розглядаються у даній главі безпосередньо представлені у вигляді коефіцієнтів (фінансових пропорцій) або ґрунтуються на використанні фінансових пропорцій. Зокрема розглядаються наступні ключові показники, що характеризують ефективність діяльності: вартість акцій банку як відношення майбутніх дивідендів та факторів дисконтування; прибутковість активів (ROA) та капіталу (ROE); показники процентної маржі та спреду; показники факторного аналізу прибутковості капіталу і т.д. Подібні підходи щодо оцінки ефективності діяльності на основі аналізу його основних фінансових пропорцій наведені також у главах 9-11 класичної роботи з управління фінансами у комерційних банках [107, с. 277-390].

У відповідності до методичних рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України [110] відповідальність за організацію та функціонування систем управління ризиками (ризик-менеджменту) покладена на вищі органи управління банку. Тому не зважаючи на те що ризики банку регулює та контролює НБУ, а також відслідковують інші зовнішні суб'єкти, саме менеджмент банку повинен

найбільш повно та детально оцінювати та регулювати власні фінансові пропорції для забезпечення ефективного управління ризиками.

У методичних рекомендаціях НБУ зазначається, що ефективний ризик-менеджмент включає: систему управління; систему ідентифікації і вимірювання; систему супроводження (моніторингу та контролю). Отже, логіка процесу управління банківськими ризиками може бути представлена у вигляді етапів управління: ідентифікація, аналіз та оцінка, розробка та реалізація методів управління, контроль [108, с. 43-44; 109, с. 69-74]. На кожному із зазначених етапів враховуються показники представлені фінансовими пропорціями банку: на етапі ідентифікації досліджується відповідність сформованих пропорцій поточній ринковій ситуації, регулятивним вимогам та внутрішній політиці банку; на етапі аналізу та оцінки відбувається кількісна оцінка ризику пов'язаного зі сформованими фінансовими пропорціями; розробка та реалізація методів управління передбачає прийняття управлінських рішень спрямованих на приведення фінансових пропорцій до стану, що обумовлює ефективний захист від ризиків.

Дослідимо врахування фінансових пропорцій у процесі управління ризиками банку на прикладі методів оцінки ризиків. У монографії за редакцією Примостки Л.О. зазначається, що найважливішими та найбільш поширеними методами оцінювання банківських ризиків є: експертний, рейтинговий, фінансових коефіцієнтів та статистичний [109, с. 83]. Також зазначається, що рейтингове оцінювання включає чотири складові: систему оціночних коефіцієнтів, шкали ваг цих коефіцієнтів, шкали оцінювання та формулу розрахунку остаточного рейтингу [109, с. 86]. Таким чином, два з чотирьох основних методів оцінювання банківських ризиків безпосередньо ґрунтуються на вивченні фінансових коефіцієнтів. У свою чергу, будь-який фінансовий коефіцієнт є відображенням відповідної фінансової пропорції збалансованість якої необхідно підтримувати на певному рівні (у певних межах). Статистичні методи ґрунтуються на аналізі значень досліджуваного показника (групи показників) за певний проміжок часу та визначення його основних



статистичних характеристик: стандартне відхилення, варіація, дисперсія, коефіцієнт бета і т.д. Більшість даних характеристики розраховуються на основі оцінки відхилень фактичних значень досліджуваного показника від його середнього рівня. Дані відхилення ми можемо трактувати як певні динамічні пропорції, які характеризують досліджувану величину. Крім того, часто більш складні статистичні показники (коефіцієнт варіації, коефіцієнт бета і т.д.) розраховуються у вигляді коефіцієнтів від простіших показників.

Також на безпосередньому врахуванні фінансових пропорцій ґрунтуються спеціальні методи управління ризиками банку. Наприклад, ГЕП-аналіз передбачає дослідження розривів (незбалансованості) активів та пасивів банку за: строками (ризик ліквідності), валютою (валютний ризик), ставками (процентний ризик). Для кількісної оцінки ризиків у вартісному вираженні можна використати параметричний VAR-метод, який враховуватиме визначені на основі ГЕП-аналіз величини розривів між активами та пасивами банку. На врахуванні фінансових пропорцій також ґрунтується методика аналізу ризиків за допомогою динамічного індикатора [109, с. 199-209]. Застосування даної методики передбачає відбір показників (відносних або абсолютних) та вивчення відповідності взаємної динаміки даних показників встановленим нормативним співвідношенням.

Серед методів управління банківськими ризиками фінансові пропорції безпосередньо враховуватимуться при лімітуванні та диверсифікації. Сутність лімітування полягає у визначенні граничних меж фінансових показників, які переважно встановлюються у відносному вигляді. Диверсифікація використовується для визначення нормативних пропорцій відповідно до яких відбувається розподіл певних фінансових показників за встановленою ознакою: кредитів за секторами економіки; депозитів за їх строковістю і т.д.

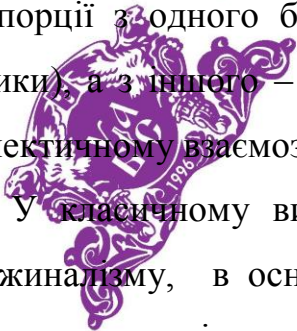
Таким чином, будь-які методи фінансового банківського менеджменту та більшість методів інших складових банківського менеджменту можна розглядати з точки зору їх впливу на фінансові пропорції банку (визначені регулятором, менеджментом банку або іншими суб'єктами) та досягнення їх

значень що відповідають цільовим (нормативним) показникам. У кінцевому підсумку дотримання розглянутих вище пропорцій зводиться до забезпечення балансу між залученням та розміщенням фінансових ресурсів банку у розрізі основних їх параметрів: обсяги, строковість, вартість та валюта. Не дотримання даного балансу призведе до виникнення ризиків ліквідності, процентного та валютного відповідно. Неврахування фінансових пропорцій клієнтів банку при здійсненні кредитних операцій спричинить настання кредитного ризику. Отже, існує пряма залежність між двома характеристиками рівноваги банку: дотриманням відповідних *фінансових пропорцій* (збалансованість) та *стабільністю функціонування* (стійкість). Дана теза також поширюється на банківську систему, якщо розглядати її як сукупність банків.

Підтвердити зв'язок між збалансованістю та стабільністю банку можна на основі вивчення методик стрес-тестування. Вони використовуються для оцінки стійкості окремого банку та банківської системи в цілому. Як зазначалось вище, дані методики спрямовані на дослідження впливу сформованих фінансових пропорцій банку, при шоківій зміні зовнішніх чинників його функціонування (різка зміна ринкових ставок, валютних курсів і т.д.), на прибуток та капітал банку.

Третьою характеристикою діяльності банку, що визначає рівень його урівноваженості є *прийнятна ефективність* діяльності. Функціонування комерційного банку не матиме економічного сенсу, якщо даний інститут не забезпечуватиме власникам прийнятний прибутковості. У даному випадку ми говоримо про баланс між ризиком та дохідністю. Тобто сформовані фінансові пропорції з одного боку повинні забезпечити стійкість банку (мінімізувати ризики), а з іншого – максимізувати прибуток банку. Дані цілі знаходяться у діалектичному взаємозв'язку і не можуть у повній мірі одночасно досягатись.

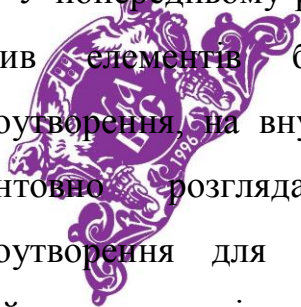
У класичному визначенні рівноваги юридичної особи, у межах теорії маржиналізму, в основу покладено принцип максимізації прибутку. Однак, враховуючи соціально-економічне значення банківських установ на сучасному етапі розвитку економічних відносин, на нашу думку, акцент повинен



зміщуватись на пошук балансу (рівноваги) між ризиком та доходністю. Розробка підходів до визначення збалансованого рівня прибутковості, що з одного боку не наражатиме банк на надмірну небезпеку, а з іншого підтримуватиме зацікавленість власників до даного бізнесу, є окремим науковим завданням. Очевидно, що при його вирішенні повинна враховуватись концепція «нормального економічного прибутку», на основі якої визначається мінімально необхідний рівень прибутковості, у порівнянні із іншими способами вкладання капіталу, який необхідно досягати суб'єкту економічної діяльності для підтримки зацікавленості власників у даному бізнесі.

При визначенні рівноваги банку ми використовували поняття «прийнятна ефективність». Під ефективністю ми розуміємо прибутковість банку та його ефективність з точки зору суспільства. Якщо перше завдання вирішується на рівні банківського менеджменту повністю, то при вирішенні другого завдання на менеджмент банку покладається відповідальність за повне, послідовне та всебічне врахування вимог чинного законодавства (перш за все нормативних актів НБУ) та правил ведення банківської діяльності. Відповідальне виконання законодавчих вимог кожним окремим банком дозволить забезпечити позитивний соціально-економічний ефект від функціонування банківської системи. Усі суттєві аспекти, що стосуються впливу банківського менеджменту на рівновагу комерційного банку, за умови застосування принципу узагальнення, є також справедливими для всієї сукупності комерційних банків та можуть відображати вплив на рівновагу грошового ринку, платіжного балансу та макроекономічну рівновагу.

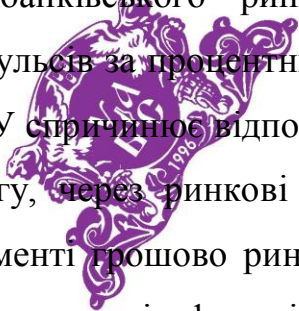
У попередньому розділі даної роботи (рис. 2.5) нами коротко розглядався вплив елементів банківської системи, через ринкове трансфертне ціноутворення, на внутрішньобанківські фінансові пропорції. Далі ми більш ґрунтовно розглядатимемо напрямки використання трансфертного ціноутворення для забезпечення рівноваги банку шляхом формування прийнятних внутрішньобанківських фінансових пропорцій.



Трансфертне ціноутворення, як елемент механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці, доцільно розглядати за наступними напрямками:

1. використання трансфертних цін для підсилення дії процентного каналу грошово-кредитної політики НБУ для забезпечення макроекономічної рівноваги та рівноваги грошового ринку;
2. застосування трансфертного ціноутворення для мінімізації ризиків банківської діяльності, як необхідної умови формування рівноваги банку та грошового ринку;
3. використання трансфертних цін міжнародними фінансовими групами для збалансування інтересів членів даних груп;
4. використання ринкового трансфертного ціноутворення для формування внутрішньобанківських фінансових пропорцій, які забезпечуватимуть рівновагу банку.

Коротко охарактеризуємо наведені вище напрямки. Перший напрямок передбачає вплив трансфертного ціноутворення на макроекономічному рівні. Трансфертне ціноутворення може розглядатись регулятором як додатковий важіль посилення дії процентного каналу грошово-кредитної політики лише за умови максимального врахування більшістю банків ринкових індикаторів при розрахунку трансфертних цін (рис. 2.5). Послідовне впровадження ринкового методу трансфертного ціноутворення у найбільших, великих та середніх банках; дозволить сформувати ефективний внутрішньобанківський ринок фінансових ресурсів, який оперативно враховуватиме тенденції міжбанківського ринку. Таким чином, забезпечується дієвість передачі імпульсів за процентним каналом ГКП: зміна облікової ставки та інших ставок НБУ спричинює відповідну динаміку цін на міжбанківському ринку, які у свою чергу, через ринкові трансфертні ціни спричинюють зміни на роздрібному сегменті грошово ринку (деPOSITNІ та кредитні операції банків). Підвищення ефективності функціонування процентного каналу дозволить розробити експліцитне правило монетарної політики для базової відсоткової ставки



Національного банку та застосовувати його для забезпечення рівноваги грошового ринку. Крім того, підвищиться ефективність застосування процентних інструментів монетарної політики для антициклічного регулювання та підтримки макроекономічної рівноваги.

Інші напрямки передбачають дослідження впливу трансфертного ціноутворення на мікроекономічному рівні для забезпечення рівноваги банку. Порядок використання трансфертних цін міжнародними фінансовими групами та для застосування трансфертного ціноутворення для мінімізації ризиків банківської діяльності будуть досліджуватись нами у підрозділах 3.2 та 3.3 відповідно. У даному підрозділі роботи пропонуємо зосередитись на загальних аспектах використання ринкового трансфертного ціноутворення для формування внутрішньобанківських фінансових пропорцій, які забезпечуватимуть рівновагу банку.

На нашу думку, трансфертне ціноутворення може бути базовим елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці (рис. 2.1 та 2.2) лише за умови орієнтації методики розрахунку трансфертних цін на ринкові індикатори. Теоретичні основи трансфертного ціноутворення, особливості формування системи трансфертного ціноутворення у банках та основні напрямки використання трансфертних цін банківськими установами досить детально досліджені у монографії Макаренка М.І. та Савченка Т.Г. «Система трансфертного ціноутворення в комерційних банках» [42]. Однією з основних ідей зазначеної роботи є обґрунтування доцільності розрахунку трансфертних цін на основі відповідних ринкових індикаторів. На думку авторів таким чином встановлюється найбільш економічно обґрунтований механізм внутрішньобанківського перерозподілу фінансових ресурсів.

Впровадження орієнтованої на ринкові індикатори методики розрахунку трансфертних цін дозволить забезпечити прозорий та економічно обґрунтований внутрішній механізм перерозподілу фінансових ресурсів між центрами відповідальності банку. Як наслідок, центри відповідальності (перш за все центри прибутку) при визначенні вартості своїх процентних продуктів

повинні будуть враховувати тенденції оптового сегменту грошового ринку, який активно регулюється інструментами грошово-кредитної політики НБУ. Таким чином, Національний банк зможе підвищити вплив на реальний сектор економіки у напрямку забезпечення рівноважних макроекономічних параметрів.

Крім того, впровадження ринкового трансфертного ціноутворення дасть можливість проводити об'єктивну оцінку результатів діяльності центрів відповідальності та, як наслідок, формуватиме ефективну систему стимулювання (де стимулювання) їх працівників. Таким чином, трансфертні ціни розраховані на основі ринкових індикаторів забезпечують рівновагу (баланс) інтересів центрів відповідальності та стимулюють їх до покращення власних результатів діяльності та результатів банку в цілому.

3.2 Значення трансфертного ціноутворення у процесі формування рівноважного стану банків-членів фінансових груп

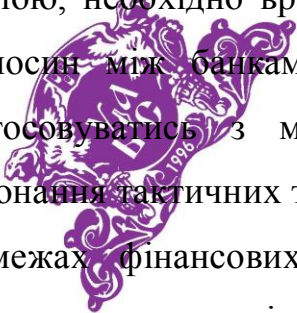
У попередньому підрозділі роботи ми визначили чотири основні напрямки використання трансфертних цін як складової механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Одним із них є використання трансфертних цін міжнародними фінансовими групами для збалансування інтересів членів даних груп. У даному контексті також доцільно розглянути особливості державного регулювання трансфертного ціноутворення на міжнародному рівні.

За інформацією, що наведена на офіційному сайті НБУ [153], частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків України за період з 01.01.2005 по 01.12.2011 збільшилась у 4 рази (з 9,6% до 40,9%). На кінець 2011 року в Україні функціонувало 54 банки з іноземним капіталом, що становить понад 30% банків, які мають ліцензію НБУ на здійснення банківських операцій.

Наведені дані свідчать про істотну присутність на національному ринку транснаціональних банківських груп. Із достатньою ймовірністю можна спрогнозувати посилення ринкових позиції міжнародних банків в Україні після виходу міжнародних та національного фінансових ринків із кризи. Вважаємо за доцільне більш детально вивчити особливості використання трансфертних цін з метою формування внутрішньобанківської рівноваги банків-членів міжнародних банківських груп.

Потрібно зазначити, що трансфертне ціноутворення у сфері зовнішньоекономічної діяльності переважно розглядається на рівні міжгосподарських відносин юридично відокремлених господарюючих суб'єктів, які пов'язані відносинами контролю ("related parties"). Відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності (International Financial Reporting Standards) особа визнається пов'язаною з організацією, якщо вона прямо або опосередковано: контролює або контролюється, або знаходиться під спільним контролем даної організації (включаючи материнські та дочірні компанії); має частку участі в даній організації, яка забезпечує значний вплив у даній організації; має спільний контроль над даною організацією. Особливості застосування трансфертних цін у відносинах між пов'язаними юридичними особами, зокрема банками, розглянуто у монографії «Система трансфертного ціноутворення у комерційних банках» [42, с. 9-11, с. 106-129].

Одним із класичних прикладів пов'язаних осіб є банки-члени міжнародної банківської (фінансової) групи. Таким чином, розглядаючи систему трансфертного ціноутворення, що використовується міжнародною банківською групою, необхідно враховувати можливість її використання для регулювання відносин між банками-членами групи. Зокрема, трансфертні ціни можуть застосовуватись з метою економічного стимулювання члена групи до виконання тактичних та стратегічних планів групи. Трансфертне ціноутворення у межах фінансових та фінансово-промислових груп забезпечує баланс фінансових ресурсів членів зазначених груп та сприяє формуванню рівноважного стану групи в цілому.



Іншим напрямком використання трансфертних цін є мінімізація податкового навантаження групи [42, с. 106-129]. З метою недопущення маніпулювання трансфертними цінами для незаконного заниження податкової бази ОЕСР розроблено “Рекомендації щодо трансфертного ціноутворення для багатонаціональних корпорацій та податкових адміністрацій” [154].

Розглянемо особливості організації системи трансфертного ціноутворення, в аспекті забезпечення внутрішньобанківської рівноваги, одного із найбільших вітчизняних банків, який є членом міжнародної банківської групи (далі Банк). Дана методика трансфертного ціноутворення (далі МТЦ) відображає підходи до визначення внутрішньої ціни залучення (розміщення) ресурсів у системі Банку. МТЦ розроблена на основі рекомендацій щодо трансфертного ціноутворення, які діють в цілому у групі. Мета запровадження даної методики полягає у визначенні внутрішньої вартості ресурсів на основі ринкового підходу до розрахунку трансфертних цін. Трансфертні ціни використовуються для: створення уніфікованої бази визначення прибутковості бізнес-напрямків Банку; стимулювання роботи бізнес-напрямків для досягнення стратегічних цілей Банку; створення уніфікованої бази для аналізу прибутковості різних банків, що входять до групи.

МТЦ забезпечує аналіз прибутковості окремих бізнесових підрозділів банку з управлінської точки зору. З цією метою визначається чистий процентний дохід, що продукується різними підрозділами Банку. Виділяються наступні учасники трансфертної моделі: Підрозділ корпоративного бізнесу; Підрозділ по обслуговуванню суб'єктів малого та середнього бізнесу; Підрозділ по обслуговуванню індивідуальних клієнтів; Казначейство; Менеджмент; Управління активами і пасивами.

Усі перелічені вище підрозділи, за виключенням Управління активами і пасивами, вважаються центрами прибутку. Управління активами і пасивами (далі «АІМ») виконує роль розрахункового центру: продає ресурси центрам прибутку та (або) купує ресурси у центрів прибутку за внутрішньою трансфертною ціною.

Трансфертна ціна складається із сукупності окремих специфічних компонентів, більшість компонентів трансфертної ціни є тотожними для активів і пасивів банку. У загальному випадку, формула визначення внутрішньої ціни ресурсів має наступний вигляд (формула 3.1):

$$FTP = CMR + LS + [CS] \pm [IM] - [MRR], \quad (3.1)$$

де, FTP – fund transfer price – внутрішня вартість ресурсів;

CMR – capital markets rate (базова ставка) – вартість грошових ресурсів на відкритих ринках капіталу;

LS – liquidity spread – премія, що сплачує група на грошовому ринку понад базову ставку, відображає власну кредитоспроможність групи (ризик дефолту групи);

CS – country spread – (ризик дефолту держави Україна) вводиться для позначення ризику здійснення бізнесової діяльності в Україні;

IM – incentive margin (стимулююча маржа) – величина, що вводиться за рішенням КУАП з метою регулювання зацікавленості центрів прибутку в залученні (розміщенні) певних продуктів;

MRR – mandatory reserve requirement – розрахункова складова трансфертної ціни за деякими пасивами банку, що залежить від розміру базової ставки і нормативу обов'язкового резервування НБУ.

Більш детально складові розрахунку трансфертної ціни, що наведені у формулі 3.1, розглянуто у нашій роботі [399]. За результатами дослідження методики трансфертного ціноутворення, як інструменту забезпечення внутрішньобанківської рівноваги банків-членів міжнародних банківських групи, ми прийшли до наступних висновків.

По-перше, міжнародні банківські групи істотно централізують управління внутрішніми економічними процесами у межах групи. Даний висновок підтверджується алгоритмом розрахунку трансфертної ціни (формула 3.1): лише один компонент трансфертної ціни (стимулююча маржа) повністю визначається на рівні банку-члена групи, інші компоненти розраховуються у відповідності до стандартів групи або визначаються материнським банком.

Тенденція щодо централізації управління внутрішньогосподарськими процесами також підтверджується вивченням змін до методики трансфертного ціноутворення іншого вітчизняного банку, що входить до групи великих банків за класифікацією НБУ та є членом транснаціональної банківської групи. У даному банку до 2009 року включно трансфертні ціни за «поточними ресурсами» розраховувались на основі ринкових орієнтирів, а для «строкових ресурсів» на основі внутрішніх витрат. У 2010 році банк переглянув свої підходи до розрахунку трансфертних цін: відтепер трансфертні ціни будуть директивно встановлюватись, а не розраховуватися як це було у 2009 році, строком на один квартал.

У 2011 році трансфертні ставки в інвалюті встановлюватимуться так, щоб максимізувати доходи від видачі кредитів в інвалюті та мінімізувати доходи від залучення депозитів в інвалюті. У гривні в першому півріччі трансфертні ставки приносять більше доходу за кредитами, в другому півріччі, швидше за все, трансфертні ставки в гривні розділять доходи між кредитами і депозитами рівномірно. У 2011 році за всіма пасивами застосовується одна трансфертна ставка, як наслідок, заробляють більше підрозділи із дешевшими пасивами не залежно від їх строковості.

Таким чином, транснаціональні банки централізують повноваження щодо управління системою трансфертного ціноутворення. Даний процес можна пояснити необхідністю підвищення рівня керованості внутрішніми фінансовими ресурсами банківських груп в посткризових умовах. Крім того, загострення боргової кризи у Європі та песимістичні прогнози щодо темпів відновлення глобальної економічної активності обумовлюють формування міжнародними банківськими групами консервативної стратегії розвитку.

По-друге, найбільш ефективним методом трансфертного ціноутворення є орієнтація на ринкові індикатори. Дана методика дозволяє забезпечити рівновагу економічних інтересів окремих підрозділів банку на основі забезпечення балансу між: дохідністю та витратністю операцій з купівлі-продажу внутрішньобанківських фінансових ресурсів; результатами діяльності

підрозділів та матеріальним стимулюванням (де стимулюванням) їх працівників; правами та обов'язками менеджерів підрозділів банку.

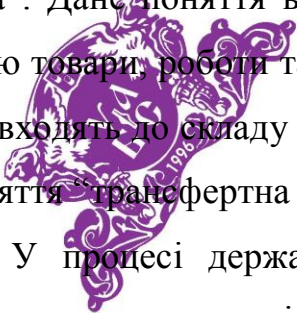
Збалансування зазначених вище аспектів внутрішньогосподарських відносин дозволяє підвищити ефективність функціонування окремого банку та групи в цілому. Досягнення стратегічних та тактичних цілей групи також забезпечується на основі впровадження уніфікованих підходів до трансфертного ціноутворення, що дозволяють урівноважити інтереси материнського банку та інших членів групи на економічній основі.

Ми розглянули методичні підходи до розрахунку трансфертних цін банками, що входять до складу міжнародних груп у контексті забезпечення їх рівноважного стану. Потрібно підкреслити, що на можливість застосування системи трансфертного ціноутворення для забезпечення рівноваги транснаціональної банківської групи також істотно впливає державне регулювання трансфертного ціноутворення на міжнародному рівні.

Мета державного регулювання трансфертного ціноутворення полягає у запровадженні механізму контролю за об'єктивністю розрахунку та розподілу доходів і витрат корпорацій для забезпечення прозорості податкової політики транснаціональних корпорацій (ТНК). Враховуючи поточну динаміку транснаціоналізації банківського сектора України, дане питання набуває особливої актуальності в аспекті оподаткування фінансових транснаціональних корпорацій, які виходять на національний банківський ринок.

Розвиток транснаціональних корпорацій, як форми організації виробничих відносин, призвів до певної трансформації сутності поняття “трансфертна ціна”. Дане поняття все активніше використовується для позначення ціни, за якою товари, роботи та послуги передаються між господарюючими суб'єктами, що входять до складу певної транснаціональної корпорації. Таким чином, зміст поняття “трансфертна ціна” поширюється на сферу міжгосподарських відносин.

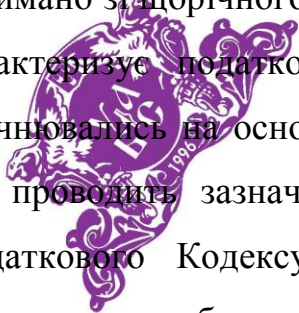
У процесі державного регулювання трансфертного ціноутворення для позначення наявності відносин контролю між суб'єктами господарювання в переважній більшості країн застосовується термін “пов'язані сторони” (“related



parties”). Ключовим моментом при визначенні взаємозв'язку між сторонами угоди є підтвердження ступеня контролю або значного впливу однієї особи на іншу.

Таким чином, при вивченні питання щодо можливої взаємозалежності осіб державні органи (податкові, аудиторські, судові та ін.) повинні, перш за все, враховувати економічну сутність відносин між суб'єктами господарювання, а не їх юридичну форму. До моменту активного відкриття філії зарубіжними банками на території України, податкові проблеми, пов'язані із трансфертним ціноутворенням, доцільно розглядати на рівні міжгосподарських відносин. Зокрема, схема мінімізації податкових платежів на основі трансфертного ціноутворення може реалізовуватись між українським дочірнім банком та іноземною материнською фінансовою компанією або між українським та зарубіжним дочірніми банками, які контролюються однією материнською фінансовою компанією.

Економічна сутність проблеми, яка обумовлює необхідність державного втручання у механізм формування трансфертних цін, схематично показана на рисунку 3.1. На даному рисунку зображено умовну структуру транснаціонального банку, материнська компанія якого знаходиться у Франції, а дочірні структури розташовані в Австрії, Нідерландах, на Кіпрі та в Україні. У даному випадку зазначено країни, які дійсно займають провідні позиції при інвестуванні в банківську систему України. На рисунку наведено реальні ставки оподаткування прибутку корпорацій, які визначені у законодавстві відповідних країн та діяли на початок 2011 року. Інформацію щодо ставок оподаткування отримано зі щорічного звіту, який складається за підтримки Світового банку та характеризує податкові системи усіх країн світу [155]. За потреби дані уточнювались на основі інформації розміщеної на офіційному сайті компанії, що проводить зазначене дослідження [156]. У відповідності до розділу 3 Податкового Кодексу України [157], передбачено поступове зменшення податку на прибуток підприємств протягом 2011-2014 років. На рисунку 3.1



наведено ставку оподаткування (21 %), яка діятиме з 1 січня 2012 року по 31 грудня 2012 року.

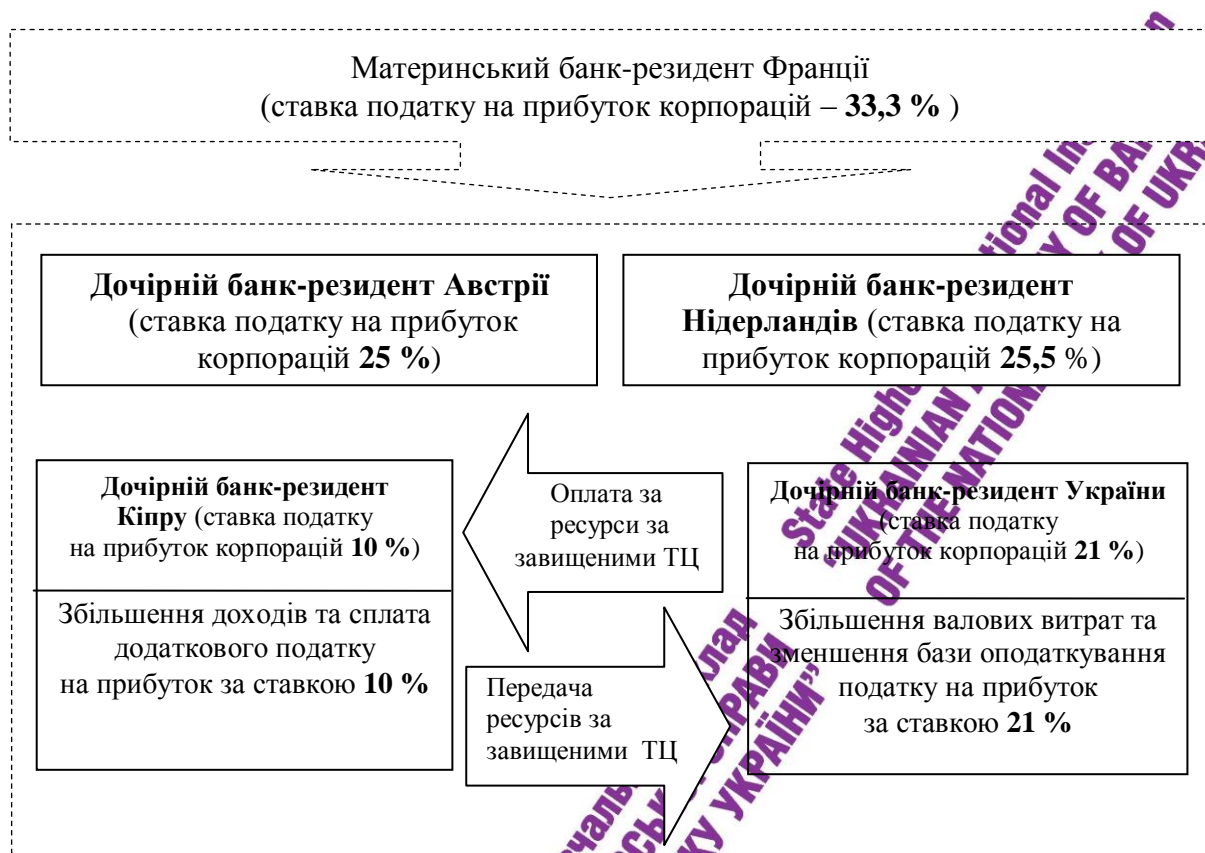


Рис. 3.1. Сутність проблеми маніпулювання трансфертним цінами (власна розробка)

Сутність проблеми трансфертного ціноутворення полягає в можливості цілеспрямованого завищення трансфертних цін, за якими підрозділи транснаціональної фінансової групи, які базуються у країнах із нижчим рівнем оподаткування прибутку (у нашому прикладі Кіпр, ставка 10 %), передають ресурси іншим підрозділам, які базуються у країнах із вищими ставками оподаткування прибутку (у нашому прикладі Україна, ставка 21 %).

Дана операція призводить до збільшення валових витрат українського підрозділу міжнародної групи, зменшення бази оподаткування податком на прибуток та, як наслідок, зниження податкових надходжень у національний бюджет. З іншого боку, міжнародна банківська група оптимізує (мінімізує) свої податкові платежі, так як виводить частину прибутку у країни із нижчим рівнем оподаткування. Таким чином, з одного боку трансфертне ціноутворення

використовується міжнародною групою для мінімізації своїх витрат та сприяє збільшенню її стійкості та досягнення рівноважного стану. З іншого боку, дані операції призводять до порушення національних інтересів нашої держави.

Вивчимо економічні передумови, які визначають доцільність маніпуляції трансфертними цінами в банківській системі України. Спочатку дослідимо резидентність власників істотної участі найбільших банків України, а також проаналізуємо податкове навантаження у країнах резидентами яких є власники істотної участі (таблиця 3.2). Інформаційною базою дослідження була інформація щодо власників істотної участі з сайту НБУ [153], а також щорічні звіти щодо сплати податків у різних країнах світу [155].

Таблиця 3.2

Власники істотної участі найбільших банків України
станом на 01.10.2011 року

№ п/п.	Назва банку	Власники істотної участі*	Участь у статутному капіталі, %*		Резидентність інвесторів	Агрегована ставка оподаткування**	Податок на прибуток корпорацій, %***
			пряма	опосередкована			
1	ПРИВАТБАНК	Боголюбов Г. Б.	33,7545	0,0000	Україна	57.1%	21%
		Райффайзен І. В.	33,7545	0,0000			
		ТРИАНГЛ ІНВЕСТМЕНТС ЛТД	24,9900	0,0000	Кіпр	23,1%	10%
2	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	Райффайзен Інтернаціональ Банк-Холдінг АГ	96,3640	0,0000	Австрія	53.1%	25%
3	ОЩАДБАНК	Держава	100	0,0000	Україна	57.1%	21%
4	УКРСИББАНК	BNP Paribas S.A.	84,9995	0,0000	Франція	65.7%	33.3%
		ЕБРР, Великобританія	15,000	0,0000	Британія	37,3%	23,1%
5	УКРЕКСІМБАНК	Держава	100	0,0000	Україна	57.1%	21%
6	УКРСОЦБАНК	ПАТ «ФЕРРОТРЕЙД ІНТЕРНЕСІНЛ»	69,1456	0,0000	Україна	57.1%	21%
		UniCredit Bank Austria AG, Austria	26,2693	69,1456	Австрія	53.1%	25%
7	ПРОМІНВЕСТ-БАНК	Державна корпорація «Внешэкономбанк»	97,8502	0,0000	Росія	46.9%	20%

Продовження таблиці 3.2

8	ОТП БАНК	ВАТ "Центральна Ощадна Каса і Комерційний Банк"	100	0,0000	Угорщина	52.4%	14.8%
9	АЛЬФА-БАНК	АВН Ukraine Limited	80,1014	0,0000	Кіпр***	28.8%	9,6%
		ВАТ "Альфа-Банк"	19,8986	0,0000	Росія	46.9%	20%
10	"НАДРА"	"Центрогаз Холдінг АГ"	89,9659	0,0000	Австрія	53.1%	25%
11	ВТБ БАНК	ВАТ Банк ВТБ	99,9737	0,0000	Росія	46.9%	20%
12	"ФОРУМ"	Коммерцбанк Холдинг АГ	96,0635	0,0000	Німеччина	46.7%	15%
13	ПУМБ	ТОВ "СКМ Фінанс"	89,8700	0,0000	Україна	57.1%	21%
14	"ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ"	ТОВ "Асканія"	48,8773	0,0000	Україна	57.1%	21%
		ЗАТ "F&C Realty"	47,0592	0,0000	Україна	57.1%	21%
15	УКРГАЗБАНК	Держава	92,9998	0,0000	Україна	57.1%	21%
16	БРОКБІЗНЕС-БАНК	Буряк С. В.	48,6007	46,9931	Україна	57.1%	21%
		Буряк О. В.	46,9931	48,6007			
17	КРЕДИТПРОМ-БАНК	ФІНТЕСТ ХОЛДІНГ ЛІМІТЕД	41,1766	0,0000	Кіпр***	23,1%	10%
		КАЛУМА ХОЛДІНГЗ ЛІМІТЕД	33,8524	0,0000	Кіпр***	23,1%	10%
		ХОМЕРТРОН ТРЕЙДІНГ ЛІМІТЕД	24,9710	0,0000	Ірландія	26,3%	12,5%

* Джерело: інформація щодо власників істотної участі на офіційному сайті НБУ [153]

** Джерело: Paying Taxes: The global picture 2012 [155]

*** є суттєві пільги щодо оподаткування нерезидентів

**** Джерело: Офіційний сайт Doing Business [156]

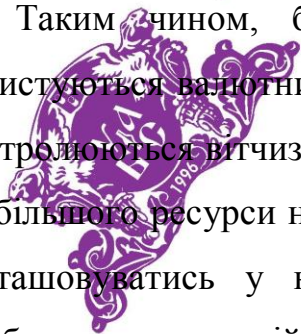
Як видно із таблиці 3.2, на 01.10.2011 року у групу найбільших входило 17 банків із них 10 банків перебували під контролем нерезидентів. Переважно інвестиції у найбільші банки України надходить із Австрії, Кіпру та Російської Федерації. Також наявні інвестиції від резидентів Франції, Угорщини, Великобританії, Німеччини та Ірландії. На основі дослідження національних систем оподаткування за результатами 2011 року, яке щорічно проводиться аудиторською компанією PricewaterhouseCoopers та Світовим банком [155], визначено агреговану ставку оподаткування для країн резидентами яких є власники істотної участі (табл. 3.2). Потрібно зазначити, що наведена ставка розрахована за спеціальною методикою PricewaterhouseCoopers і є не номінальними показниками передбаченими податковим законодавством, а являє собою частку фактичних обсягів власних податкових платежів суб'єкта господарювання від його прибутку до оподаткування. Також у таблиці наведено ставку податку на прибуток корпорацій, яка визначена у національному законодавстві відповідних країн [156].

Ставка податку на прибуток для резидентів України є середньою у порівнянні із іншими країнами резидентами яких є власники істотної участі. З іншого боку, за величиною загального податкового навантаження Україна (57,2%) поступається лише Франції (65,8%). Необхідно підкреслити, що резиденти Кіпру підлягають мінімальному податковому навантаженню та займають значну питому вагу у структурі інвестицій у банківську систему України. Таким чином, існують економічні передумови для мінімізації податкових платежів дочірніми банками, що входять до складу міжнародних фінансових груп.

Для підтвердження даної гіпотези проаналізуємо частку коштів інших банків у іноземній валюті в структурі зобов'язань найбільших банків України, що знаходяться під контролем іноземних фінансових груп (табл. 3.3). Зазначимо, що у відповідності до нормативних актів щодо складання фінансової звітності банків, до даної статті включаються залишки за короткостроковими та довгостроковими кредитами та депозитами отриманими від інших банків, а також залишки за кореспондентськими рахунками.

Як видно із таблиці, сім із десяти банків, які перебувають під контролем нерезидентів, залучають ресурси інших банків у іноземній валюті активніше, ніж у середньому по групі найбільших та по банківській системі в цілому. Причому у чотирьох із банків з іноземним капіталом більше 30 % зобов'язань формуються за рахунок коштів інших банків у іноземній валюті, що перевищує середній показник по групі найбільших більше ніж у 2 рази, а по банківській системі більше ніж у 3 рази.

Таким чином, банки з іноземними інвестиціями більш інтенсивно користуються валютними ресурсами інших банків у порівнянні із банками, що контролюються вітчизняним інвестором. Логічним видається припущення, що здебільшого ресурси надходять від пов'язаних банків-нерезидентів, які можуть розташовуватись у країнах із значно нижчими ставками оподаткування прибутку корпорацій. Необхідно зазначити, що за умови розташування материнських банків у країнах із вищим рівнем оподаткування прибутку існує



можливість мінімізації податків через надання ресурсів дочірніми банками або іншими структурними підрозділами фінансової групи, які знаходяться у країнах із нижчим рівнем оподаткування прибутку. Отже, існує реальна можливість для використання трансфертного ціноутворення з метою мінімізації податкових платежів міжнародних банківських груп.

Таблиця 3.3

Частка коштів інших банків у іноземній валюті в структурі зобов'язань найбільших банків України станом на 01.10.2011 р.

№ з/гр	Назва банку	Кошти банків в іноземній валюті	Усього зобов'язань	Питома вага коштів банків у зобов'язаннях	Відношення до питомої ваги коштів банків за групою	Відношення до питомої ваги коштів банків по системі
1	ПРИВАТБАНК	4 152 116	125 074 650	3%	22%	34%
2	ОЩАДБАНК	1 973 199	57 814 732	3%	23%	35%
3	УКРЕКСІМБАНК	6 401 304	55 428 612	12%	78%	118%
4	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	14 485 579	46 567 027	31%	210%	319%
5	УКРСИББАНК	6 175 196	38 606 022	16%	108%	164%
6	УКРСОЦБАНК	12 087 289	32 048 345	37%	247%	375%
7	ВТБ БАНК	18 375 573	32 784 390	56%	378%	575%
8	ПРОМІНВЕСТБАНК	9 068 050	30 709 587	30%	199%	303%
9	ПЕРШИЙ УКР.МІЖНАРОДНИЙ БАНК	3 055 683	26 222 098	12%	79%	119%
10	АЛЬФА-БАНК	3 773 188	22 998 922	16%	111%	168%
11	"НАДРА"	637 137	20 586 161	3%	21%	32%
12	ОТП БАНК	425 289	19 571 348	2%	15%	22%
13	"ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ"	1 335 935	19 837 474	7%	45%	69%
14	БРОКБІЗНЕСБАНК	1 217 381	17 006 415	7%	48%	73%
15	УКРГАЗБАНК	1 169 834	13 204 934	9%	60%	91%
16	КРЕДИТПРОМБАНК	446 315	12 138 102	4%	25%	38%
17	БАНК ФОРУМ	1 593 622	10 620 158	15%	101%	154%
	Усього по групі	86 372 692	582 218 977	15%	100%	152%
	Усього по системі	142 330 969	1 459 515 245	10%	-	100%

Джерело: показники розраховано на основі даних фінансової звітності банків, яка розміщена на офіційному сайті НБУ [153]

У вітчизняному законодавстві відсутні спеціальні нормативно-правові акти з питань регулювання трансфертного ціноутворення, але в Податковому кодексі України від 02.12.2010 р. N 2755-VI [157] закладено правові норми, які

забезпечують прийнятний рівень державного регулювання трансфертного ціноутворення. Зазначимо, що до прийняття Податкового кодексу у вітчизняному законодавстві був відступній ефективний механізм регулювання трансфертних цін. Норми закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” не могли ефективно впливати на регулювання трансфертного ціноутворення оскільки не визначали конкретних методів розрахунку звичайної ціни.

На даний момент у статті 39 Податкового кодексу визначено методи розрахунку звичайної ціни: порівняльної неконтрольованої ціни (аналогів продажу), ціни перепродажу, “витрати плюс”, розподілу прибутку та чистого прибутку. Зазначається, що кожний наступний метод (у відповідності до вищезазначеного переліку) застосовується, якщо звичайна ціна не може бути визначена шляхом застосування попереднього методу. Зміст зазначених методів визначення звичайної ціни в цілому відповідає рекомендаціям ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для багатонаціональних корпорацій та податкових адміністрацій [154].

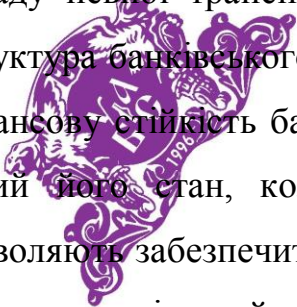
Терміни «звичайна ціна» та «пов'язані особи», які є ключовими у при застосуванні концепції звичайної ціни, визначаються пунктами 14.1.71 та 14.1.159 відповідно. Виходячи з аналізу змісту даних термінів, можна зробити висновок, що трансфертне ціноутворення у межах міжнародної банківської групи безпосередньо потрапляє під дію норм статті 39 Податкового кодексу.

На нашу думку, певним недоліком статті 39 Податкового кодексу є занадто ліберальні позиції щодо доведення платником податку обґрунтованості звичайної ціни. У пункті 39.14 цілком правомірно зазначається, що обов'язок доведення того, що ціна договору (правочину) не відповідає рівню звичайної ціни, покладається на орган державної податкової служби. Однак, у наступному абзаці даного пункту вказується, що платник податку може не надавати, на запит органу державної податкової служби, обґрунтування рівня договірних цін посилаючись на норму щодо обов'язку податкового органу доводити не відповідність ціни договору (правочину) рівню звичайної ціни. Враховуючи

обмеження щодо доступу до банківської інформації та складність ціноутворення на банківські продукти (особливо при здійсненні міжнародних операцій), податкові органи, скоріш за все, не зможуть достовірно оцінити відповідність договірних цін звичайній ціні. Таким чином, необхідно передбачити обов'язок платника податку, операції якого характеризуються істотним рівнем складності, відповідати запит податкового органу щодо обґрунтування відповідності ціни договору звичайній ціні. На нашу думку, в подальшому також необхідно буде розглянути можливість удосконалення статті 39 Податкового кодексу України у напрямку деталізації застосування звичайної ціни для регулювання фінансових операцій між пов'язаними особами, зокрема між членами транснаціональних банківських груп.

Як зазначалось вище, передача ресурсів у формі зобов'язань за трансфертними цінами може використовуватись для мінімізації податкового навантаження банків-членів транснаціональної фінансової групи та досягнення інших тактичних і стратегічних цілей групи. У свою чергу можливість маніпулювання трансфертною ціною зобов'язань банку є одним із основних причин недостатнього обсягу внутрішньогрупових інвестицій у формі капіталу. Як наслідок виникає проблема «тонкої капіталізації» («thin capitalization») сутність якої полягає у недостатній величині власного капіталу у порівнянні із обсягом зобов'язань банку, що у свою чергу обумовлює зменшення вартості банку.

Таким чином, на рівні міжгосподарських зв'язків трансфертні ціни можуть суттєво впливати на процес формування капіталу банку, який входить до складу певної транснаціональної фінансової групи. У свою чергу, обсяг та структура банківського капіталу є одним із ключових факторів, що визначають фінансову стійкість банку. Нагадаємо, що під рівновагою банку ми розуміємо такий його стан, коли основні внутрішньобанківські фінансові пропорції дозволяють забезпечити стабільне (стійке) функціонування даного фінансового посередника із прийнятним рівнем ефективності. Отже, проблема капіталізації

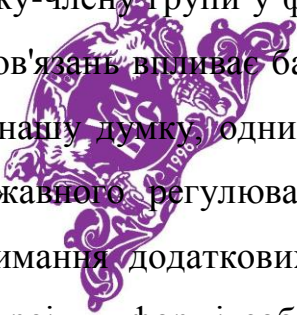


безпосередньо пов'язана із дослідженням підходів щодо формування рівноваги банку.

У публікаціях закордонних дослідників досить детально вивчається проблема трансфертного ціноутворення у взаємозв'язку із капіталізацією суб'єктів господарювання, які входять до транснаціональних груп [158; 159; 160]. Однак, у вітчизняній науковій літературі дана проблема залишається не достатньо дослідженою. Таким чином, далі пропонуємо дослідити проблему впливу трансфертного ціноутворення на капіталізацію та вартість банків-членів міжнародних фінансових груп, а також визначити напрямки її вирішення.

До основних негативних наслідків проблеми «тонкої капіталізації» відносять збільшення кредитних ризиків для кредиторів недокапіталізованого суб'єкта господарювання та створення умов для незаконної мінімізації його податкового навантаження. У більшості країн світу, в тому числі в Україні, з метою вирішення проблеми недостатньої капіталізації банків встановлюються спеціальні вимоги щодо мінімального розміру власного капіталу та його структури у відповідності до рекомендацій Базельського комітету. Необхідно підкреслити, що зазначені показники визначають мінімально необхідний обсяг власного капіталу, тоді як для забезпечення фінансової стійкості банку, особливо в умовах фінансової кризи 2008-2009 років, необхідні значно більші обсяги власних фінансових ресурсів. Дана тез підтверджується процесами рекапіталізації комерційних банків, що розгорнулись у 2009-2011 роках як за кордоном так і в Україні.

На прийняття материнськими структурами рішення щодо надання ресурсів банку-члену групи у формі додаткових внесків у капітал або у формі боргових зобов'язань впливає багато факторів фінансового та не фінансового характеру. На нашу думку, одним із основних чинників є наявність ефективної системи державного регулювання трансфертного ціноутворення, яка унеможливило отримання додаткових прибутків від маніпулювання трансфертними цінами ресурсів у формі зобов'язань. Мета державного регулювання трансфертного ціноутворення полягає у запровадженні механізму контролю за об'єктивністю



розрахунку та розподілу доходів і витрат корпорацій для забезпечення прозорості податкової політики транснаціональних корпорацій та забезпечення достатньої капіталізації їх підрозділів. Таким чином, проблема «тонкої капіталізації» капіталізації має не лише податковий аспект, а й безпосередньо впливає на рівновагу комерційного банку, що входить до транснаціональної фінансової групи.

Наведений висновок підтверджується останніми тенденціями щодо удосконалення практики регулювання трансфертного ціноутворення у Великобританії. У червні 2008 року були опубліковані нові правила регулювання трансфертного ціноутворення у Великобританії [161], які удосконалювали підходи до регулювання трансфертного ціноутворення та правила регулювання недостатньої капіталізації (thin-capitalization rules) що діяли з 2004 року [158]. Одним із нових аспектів даного документу є трактування впливу трансфертного ціноутворення на оподаткування компаній як процесу що нерозривно пов'язаний із проблемою недостатньої капіталізації таких компаній. Проблема недостатньої капіталізації компанії у взаємозв'язку із трансфертним ціноутворенням також розглядається в інших країнах. Зокрема, в Аргентині з 2004 року встановлено кількісне обмеження співвідношення боргових зобов'язань до капіталу у пропорції 2 до 1 [159]. Взаємозв'язок між недостатньою капіталізацією компаній та регулюванням трансфертного ціноутворення в Німеччині в аспекті банківського кредитування досліджується у статті Christian Looks, Arwed Crüger and Bernhard von Thaden [160].

Враховуючи спрямованість даного підрозділу дисертції, розглянемо більш детально податкові аспекти проблеми «тонкої капіталізації» у взаємозв'язку із трансфертним ціноутворенням. З точки зору оподаткування, використання значного обсягу зобов'язань у порівняння із власним капіталом створює потенційні можливості для зниження обсягів прибутку, що у свою чергу сприяє зменшенню податкових надходжень за податком на прибуток та деякими іншими податковими платежами. У банківському секторі України дана проблема знаходиться у площині міжгосподарських відносин материнського

(переважно зарубіжного) та дочірнього (переважно вітчизняного) банків. Однак після внесення змін до Закону України “Про банки та банківську діяльність” щодо надання дозволу зарубіжним банкам відкривати філії на території України дана проблема поширилась на сферу внутрішньогосподарських відносин комерційного банку [93]. Підходи до регулювання діяльності закордонних філій в Україні є подібними до регулювання діяльності іноземних банків, що функціонують на території нашої держави. У статті 24 закону України “Про банки та банківську діяльність” викладено основні вимоги щодо відкриття філій та представництв іноземних банків на території України. Зокрема, встановлюються вимоги щодо мінімального розміру приписного капіталу філії на момент її акредитації (не меншим 120 мільйонів гривень), а також зазначається, що діяльність філії іноземного банку повинна відповідати вимогам, встановленим нормативно-правовими актами Національного банку України (в тому числі щодо економічних нормативів в цілому та нормативів капіталу зокрема). Надалі вважаємо за доцільне аналізувати проблему «тонкої капіталізації» на прикладі банків-юридичних осіб, що входять до транснаціональних фінансових груп.

Як зазначалось вище, існують економічні передумови для мінімізації податкових платежів у банківському секторі України шляхом застосування трансфертних цін, що свого чергу може обумовлювати недостатню капіталізацію банків України. Сутність проблеми полягає в можливості цілеспрямованого завищення трансфертних цін, за якими підрозділи транснаціональної фінансової групи, які базуються у країнах із нижчим рівнем оподаткування прибутку (наприклад Кіпр), передають ресурси іншим підрозділам, які базуються у країнах із вищими ставками оподаткування прибутку (наприклад Україна). Дана операція призводить до збільшення валових витрат українського підрозділу ТНК, що, як правило, зменшує базу оподаткування податку на прибуток та, як наслідок, знижує податкові надходження в національний бюджет. З іншого боку, фінансова група

оптимізує (мінімізує) свої податкові платежі, так як виводить частину прибутку у країни із нижчим рівнем оподаткування.

Потрібно підкреслити, що за наведеною вище схемою ресурси передаються на борговій основі у формі зобов'язань а не у формі інвестицій у власний капітал банку, як наслідок, погіршується фінансова стійкість банку та зменшується його ринкова вартість. Проаналізуємо для найбільших банків України питому вагу власного капіталу у структурі їх пасивів (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Характеристика власного капіталу у структурі пасивів банків групи найбільших станом на 01.10.2011 р.

№ з/гр	Назва банку	Власний капітал, тис. грн.	Пасиви, тис. грн.	Питома вага власного капіталу у пасивах	Відхилення питомої ваги від середнього значення по групі
1	ПРИВАТБАНК	16 288 257	141 362 906	0,115	-0,032
2	ОЩАДБАНК	17 534 170	75 348 902	0,233	0,086
3	УКРЕКСІМБАНК	17 648 515	73 072 127	0,241	0,094
4	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	6 600 659	53 167 686	0,124	-0,023
5	УКРСИББАНК	3 628 537	42 234 559	0,086	-0,061
6	УКРСОЦБАНК	6 570 335	39 618 680	0,166	0,019
7	ВТБ БАНК	3 876 930	36 661 320	0,106	-0,041
8	ПРОМІНВЕСТБАНК	4 569 167	35 278 754	0,130	-0,018
9	ПЕРШИЙ УКР.МІЖНАРОДНИЙ БАНК	3 056 363	29 278 461	0,104	-0,043
10	АЛЬФА-БАНК	3 158 143	26 157 065	0,121	-0,026
11	"НАДРА"	3 980 273	24 566 434	0,162	0,015
12	ОТП БАНК	3 254 940	22 826 287	0,143	-0,005
13	"ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ"	1 860 606	21 698 080	0,086	-0,061
14	БРОКБІЗНЕСБАНК	2 391 993	19 398 408	0,123	-0,024
15	УКРГАЗБАНК	2 736 057	15 940 991	0,172	0,024
16	КРЕДИТПРОМБАНК	1 103 240	13 241 342	0,083	-0,064
17	БАНК ФОРУМ	1 832 507	12 452 666	0,147	0,000
	Усього по групі	100 085 692	682 304 668	0,147	0,000

Джерело: показники розраховано на основі даних фінансової звітності банків розміщених на офіційному сайті НБУ [153]

Проаналізувавши дані наведену у таблиці можна зробити висновок, що 7 банків із 10 які перебувають під контролем нерезидентів (виділені курсивом)

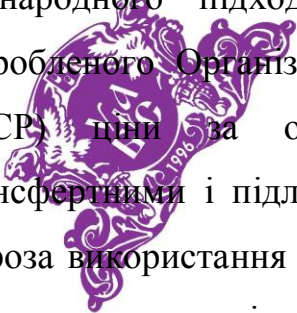
мають мещу питому вагу власного капіталу у структурі пасивів у порівнянні із середнім значенням по групі найбільших банків (14,7%). Станом на 01.04.2009 із 10 банків які перебували під контролем нерезидентів, 9 мали мещу питому вагу власного капіталу у структурі пасивів у порівнянні із середнім значенням по групі найбільших банків (13,3%). Станом на 01.07.2010 із 11 які перебувають під контролем нерезидентів, 8 банків мали мещу питому вагу власного капіталу у структурі пасивів у порівнянні із середнім значенням по групі найбільших банків. На нашу думку, не значне покращення капіталізації банків, що контролюються нерезидентами переважно обумовлювалось подоланням наслідків фінансової кризи, а не удосконаленням регулювання трансфертного ціноутворення в Україні.

Відповідно із 7 найбільших банків, які перебувають під контролем резидентів України станом на 01.10.2011, у 3-х капіталізація була кращою ніж в середньому по групі. Підкреслимо, що усі три банки контролюються державою та були істотно до капіталізовані за рахунок бюджетних коштів в умовах кризи. Станом на 01.07.2010, у 5 банків (у т.ч. 3-х державних), що контролюються резидентами України капіталізація була кращою ніж у середньому по групі.

Потрібно зазначити, що у середньому у банках, які належать нерезидентам питома вага власного капіталу у структурі пасивів станом на 01.10.2011 року складала 12,7%, у вітчизняних банків – 15,3%. Причому три банки, які контролюються нерезидентами (УкрСиббанк, ВТБ «Банк» та Кредитпромбанк) є значно недокапіталізованими: частка власного капіталу у структурі пасивів менша від середнього значення по групі більше ніж на третину. Отже, формально капіталізація банків України групи найбільших, що контролюються резидентами України є більшою у порівнянні із банками, які контролюються нерезидентами. Однак, враховуючи істотний вплив на дані показники капіталізації трьох державних банків (Ощадбанк, Укрексімбанк та Укргазбанк) даний висновок потребує подальшого обґрунтування. Для вирішення даного завдання нами розраховано середній рівень питомої ваги власного капіталу у структурі пасивів банків, які контролюються резидентами України крім держави.

Значення даного показника станом на 01.10.2011 склало 12,9%. Таким чином, однозначно не можна стверджувати, що більшість банків які контролюються нерезидентами є менш капіталізовані у порівнянні із вітчизняними банками. Потрібно підкреслити, що ґрунтоване дослідження капіталізації банку та факторів що на неї впливають передбачає використання набагато більшого переліку показників, які розраховуються на основі більш детальної інформації. Однак, наведені вище показники дають підстави зробити висновок щодо практичного значення проблеми «тонкої капіталізації» («thin capitalization») для деяких банків групи найбільших, які входять до міжнародних фінансових груп. Дана проблема може обумовлюватись впливом трансфертного ціноутворення на рівень капіталізації банку.

Об'єктивність отриманих результатів також підтверджується дослідженням структури (у розрізі резидентності контрагентів) активів та зобов'язань банків групи найбільших. Інформаційною основою такого аналізу слугували примітки до річної фінансової звітності банків, які розкривають географічну концентрацію активів та зобов'язань банків. За результатами дослідження нами зроблено висновок, що у середньому більше 90% активів банків (які контролюються нерезидентами) формують за результатами операцій із резидентами України. З іншого боку, біля 60-70% зобов'язань залучаються від нерезидентів, переважно за результатами операцій із іншими банками. Необхідно підкреслити, що у більшості випадків банки-нерезиденти які надають ресурси та банки України, які їх залучають є пов'язаними особами, тобто входять до однієї транснаціональної фінансової групи. Відповідно до міжнародного підходу щодо регулювання трансфертного ціноутворення розробленого Організацією економічного співробітництва та розвитку (далі ОЕСР) ціни за операціями між пов'язаними особами вважаються трансфертними і підлягають державному регулюванню. Отже, існує реальна загроза використання трансфертного ціноутворення для незаконної мінімізації податкових платежів до бюджету України вітчизняними банками із іноземним



капіталом, що також обумовлюватиме їх недостатню капіталізацію, та як наслідок впливатиме на рівновагу таких банків.

Нами обґрунтовано наявність взаємозв'язку між трансфертним ціноутворенням у межах транснаціональної фінансової групи та рівнем капіталізації банків-членів даної групи. Як наслідок, впровадження розглянутих у даному підрозділі напрямків удосконалення державного регулювання трансфертного ціноутворення в Україні призведе не лише до збільшення податкових надходжень до національного бюджету, а також сприятиме підвищенню капіталізації вітчизняних суб'єктів господарювання, які контролюються іноземними інвесторами. Дана теза стосується перш за все банків, оскільки результати проведеного дослідження дають підстави зробити висновок щодо існування економічних передумов для маніпулювання трансфертними цінами у вітчизняному банківському секторі. У свою чергу, збільшення величини власного капіталу банків забезпечить їх фінансову стійкість та сприятиме формуванню рівноваги.

Також система трансфертного ціноутворення, за умови відповідності визначеним критеріям ефективності, розглядається деякими науковцями як безпосередній інструмент підвищення вартості транснаціональної компанії, зокрема міжнародної банківської групи [162; 163]. Основними напрямками використання трансфертних цін для забезпечення зростання вартості групи компаній є: мінімізація витрат пов'язаних із виявленими порушеннями у сфері податкового законодавства; уникнення подвійного оподаткування пов'язаного із трансфертним ціноутворенням; використання можливостей ефективного податкового планування на рівні групи.

Для забезпечення зростання власної вартості багато груп застосовують заснований на гарантії підхід до трансфертного ціноутворення (assurance-based approach to transfer pricing), який передбачає безперервну оцінку ризиків та можливостей [163]. Постійна оцінка ефективності процесу трансфертного ціноутворення на рівні групи може створювати істотні можливості для її розвитку. Моніторинг системи трансфертного ціноутворення на рівні

транснаціональної групи включає: огляд пливу трансфертного ціноутворення на вартість групи; об'єктивну оцінку ризиків трансфертного ціноутворення та визначення потенційних можливостей для послаблення їх впливу; огляд відповідності трансфертного ціноутворення вимогам регулятивного контролю; огляд політики ціноутворення з метою оцінки відповідності між політикою та її практичним впровадженням.

Таким чином, у даному підрозділі дослідження нами розглянуто три аспекти застосування трансфертних цін, що істотно впливають на формування рівноважного стану міжнародних банківських груп у цілому, та на забезпечення рівноваги банків-членів даних груп зокрема. Перший аспект пов'язаний із дослідження методики розрахунку трансфертних цін, що застосовується у межах міжнародних груп. Встановлено, що материнські структури міжнародних банківських груп у посткризовий період використовують трансфертне ціноутворення для посилення централізації управління внутрішніми економічними процесами у межах групи. Таким чином, можна спрогнозувати, що рівновага банків України, які входять до міжнародних груп, у все більшій мірі залежатиме від рівноваги групи в цілому. Також зроблено висновок щодо доцільності орієнтації на ринкові ставки при розрахунку трансфертних цін банками-членами міжнародних груп.

Другий аспект стосувався використання трансфертних цін для мінімізації податкового навантаження. Третій аспект передбачав вивчення впливу трансфертного ціноутворення на капіталізацію банків. Зроблено висновок щодо наявності економічних передумов, зокрема для банків-нерезидентів групи найбільших, для використання трансфертних цін для управління податковим навантаженням. Даний напрямок застосування трансфертних цін також може обумовлювати недостатню капіталізацію банків, що є членами міжнародних фінансових груп. У свою чергу, потенційні податкові ризики та зниження капіталізації можуть істотно впливати на рівновагу банку.

Негативний вплив чинників, виявлених у процесі дослідження другого та третього аспектів застосування трансфертних цін, на рівновагу банку може

бути нівельований шляхом удосконалення державного регулювання трансфертного ціноутворення. Прийняття Податкового кодексу України від 02.12.2010 р. N 2755-VI [157] забезпечило істотне покращення державного регулювання трансфертного ціноутворення шляхом застосування концепції «звичайної ціни». У статті 39 Податкового кодексу визначено методи розрахунку звичайної ціни та порядок їх застосування. Дані методи у цілому відповідають рекомендаціям ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для багатонаціональних корпорацій та податкових адміністрацій [154]. Однак, нами визначено два недоліки державного регулювання трансфертного ціноутворення. По-перше, занадто ліберальний підхід щодо доведення платником податку обґрунтованості звичайної ціни, який обмежує практичні можливості податкового органу щодо достовірної оцінки відповідності договірних цін звичайній ціні. По-друге, доцільно деталізувати механізм застосування звичайної ціни для регулювання фінансових операцій між пов'язаними особами, зокрема між членами транснаціональних банківських груп. Вирішення зазначених проблем сприятиме формуванню рівноважного стану банків-членів міжнародної фінансової групи.

3.3 Формування збалансованих підходів до управління фінансовими ризиками банку на основі трансфертних цін

Для дослідимо особливості застосування трансфертного ціноутворення для забезпечення рівноваги банку шляхом мінімізації ризиків банківської діяльності. Як зазначалось у попередніх підрозділах роботи, ми розуміємо *рівновагу банку* з точки зору формування внутрішньобанківських фінансових пропорцій, які забезпечують стабільне та ефективне функціонування банку. Внутрішньобанківські фінансові пропорції формуються внаслідок впливу багатьох груп чинників серед яких одне із провідних місць займають методи

управління фінансовими ризиками. Крім того, ряд ключових фінансових пропорцій розроблені та застосовуються у практиці банківської діяльності з метою оцінки та регулювання ризиків (таблиця 3.1). До внутрішньобанківських фінансових пропорцій даної групи можна віднести: економічні нормативи, ліміти валютної позиції, кількісні показники системи CAMELS, Базельські нормативи капіталу і т.д.

Як показано у наших публікаціях [42, 164], основними цілями впровадження системи трансфертного ціноутворення є оцінка ефективності функціонування центрів відповідальності та управління ризиками банку. Останнє завдання набирає все більшої актуальності в аспекті подолання кризових явищ спричинених світовою фінансовою кризою. Воно може ефективно вирішуватись за умови відповідності системи трансфертного ціноутворення певним загальним та спеціальним параметрам. До загальних параметрів ми відносимо ряд принципів, врахування яких забезпечує можливість використання системи трансфертного ціноутворення для управління ризиками банку. Спеціальні параметри – це конкретні методичні аспекти розрахунку трансфертних цін, які дозволяють управляти певними ризиками банківської діяльності.

До принципів формування системи трансфертного ціноутворення орієнтованої на управління ризиками можна віднести:

1. формування відповідної організаційної структури та забезпечення ефективного розподілу повноважень між суб'єктами системи трансфертного ціноутворення;
2. відокремлення за допомогою трансфертних цін кредитного ризику від процентного, ліквідності та валютного;
3. централізація перерозподілу ресурсів та управління ризиками ліквідності, процентним та валютним на рівні казначейства банку;
4. диференціація трансфертних цін у розрізі значної кількості ознак;
5. визначення об'єктом трансфертного ціноутворення валового грошового потоку (розраховується у межах бруто-підходу).

Більш детально дані принципи розглянуті у нашій публікації [397]. Методичні аспекти розрахунку трансфертних цін, які забезпечують ефективне управління основними ризиками банківської діяльності наведено у таблиці 3.5. У розрізі виділених ризиків, наведено передумови використання трансфертних цін та результати їх застосування.

Таблиця 3.5

Вплив трансфертних цін на мінімізацію ризиків

Вид ризику	Передумови використання	Результат застосування
ліквідності	Значна диференціація за строками.	Управління розривами ліквідності.
процентний	Врахування параметрів банківських продуктів: строковість, спред переоцінки, контрактний грошовий потік.	Мінімізація основних форм процентного ризику: переоцінки, зміни кривої доходності, права вибору, базисного.
кредитний	Забезпечення оцінки величини кредитного ризику у структурі кредитної ставки.	Відокремлення кредитного ризику від інших ризиків.
валютний	Диференціація за валютами.	Управління валютною позицією.
податковий	Врахування вимог ОЕСР та вітчизняного податкового законодавства.	Мінімізація ймовірності застосування санкцій податковими органами.

Джерело: власна розробка

Таким чином, нами визначено принципи формування системи трансфертного ціноутворення та методичні аспекти розрахунку трансфертних цін, застосування яких дозволить підвищити ефективність управління процентним, ліквідності, валютним, кредитним та податковим ризиками банку. Впровадження системи трансфертного ціноутворення орієнтованої на управління ризиками з одного боку потребує додаткових фінансових ресурсів та проведення значної методично-організаційної роботи, але з іншого – дозволить наблизити банк до рівноважного стану.

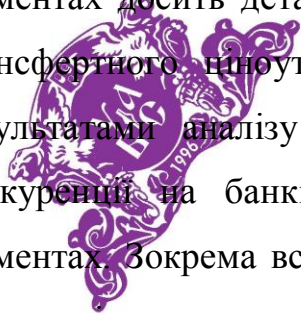
Отже, ми дослідили концептуальні засади формування системи трансфертного ціноутворення спрямованої на ефективне управління фінансовими ризиками. Далі пропонуємо проаналізувати напрямки практичної реалізації досліджених вище концептуальних засад. На основі дослідження декількох методик трансфертного ціноутворення, що використовуються

банками групи найбільших та великих (за класифікацією НБУ), нами визначено напрямки їх удосконалення з метою підвищення ефективності застосування трансфертних цін для управління фінансовими ризиками.

Ключова наша пропозиція полягає у обґрунтуванні можливості більш повного використання ринкових орієнтирів при встановленні трансфертних цін за операціями комерційних банків України. Сутність проблеми полягає у тому, що значна кількість вітчизняних банків при розрахунку трансфертних цін орієнтуються на внутрішні витрати, а не на ринкові індикатори. Переваги використання ринкових індикаторів трансфертного ціноутворення, для забезпечення рівноважного стану банку та для сприяння формуванню макроекономічної рівноваги та рівноваги грошового ринку, розглядалась нами у підрозділі 3.1 даної роботи.

Ефективна система трансфертного ціноутворення, спрямована на управління фінансовими ризиками банку, передбачає диференціацію трансфертних цін у розрізі строків та валют. Таким чином, дані параметри будуть ключовими при дослідженні ринкових орієнтирів трансфертного ціноутворення.

Як зазначалось вище, комерційний банк може використовувати індикатори певного ринку у якості орієнтирів трансфертної ціни за умови дотримання трьох основних умов: ринок повинен характеризуватись прийнятним рівнем конкуренції, динаміка індикаторів даного ринку повинні бути відносно стабільною, банк повинен мати доступ до даного ринку. Рівень конкуренції на вітчизняному ринку банківських послуг та окремих його сегментах досить детально був проаналізований нами у монографії «Система трансфертного ціноутворення в комерційних банках» [42, с. 145-153]. За результатами аналізу ми прийшли до висновку щодо прийнятного рівня конкуренції на банківському ринку України в цілому та окремих його сегментах. Зокрема встановлено, що український ринок банківських депозитів та кредитів характеризуються досить високою конкуренцією.



Для підтвердження даних висновків зазначимо, що протягом 2006-2012 років кількість банків, що мають ліцензію НБУ на здійснення банківських операцій коливалась у межах 170-184 установ та істотно не змінилась внаслідок фінансової кризи. Даний показник є досить значним, усереднена частка ринку для кожного банку становить лише 0,59-0,54 %, що свідчить про схожість з ринком чистої конкуренції. Крім того, більшість банківських продуктів характеризуються істотною стандартизацією, що обмежує монопольну владу найбільших учасників ринку. Контроль над цінами досить обмежений і можливий лише тимчасово з боку найбільших банків. Для вступу на банківський ринок України існують певні вимоги (визначені законом «Про банки та банківську діяльність»), однак вони не закривають можливість відносно простого входу у галузь для нових учасників.

Рівень конкуренції з іноземними банками може бути оцінено на основі частки іноземного капіталу в загальному обсязі статутного капіталу банківської системи України. Даний показник за результатами 2006 року досягнув 35% і протягом 2007-2012 років коливався у межах 47-55%. Отже, можемо констатувати зростання конкуренції між вітчизняними та іноземними банками, зокрема частка іноземного капіталу починаючи з 2009 року перевищила психологічну позначку у 50%.

Відповідно до міжнародних підходів, якщо клієнти підтримують зв'язок із кількома банками та активно користуються банківськими послугами, то це є свідченням конкурентного ринку. Для кількісної оцінки даного критерію проаналізуємо кількість клієнтів банку та кількість діючих банківських рахунків. У відповідності до даних офіційного сайту НБУ, станом на 01.01.2012 року 176 банків обслуговували 129,3 млн. клієнтів-фізичних осіб та понад 2 млн. клієнтів-юридичних осіб (резидентів та нерезидентів), які відкрили поточні та вкладні рахунки. Загальна кількість відкритих рахунків клієнтів на звітну дату склала 169,0 млн. (у тому числі 54,6 млн. рахунків, відкритих в Ощадбанку до 02.01.1992 року). Отже, можна зробити висновок щодо істотного проникнення банківських послуг у всі соціальні групи населення, що є

додатковим підтвердженням досить високого рівня конкуренції на даному ринку. Також враховуючи істотне перевищення кількості клієнтів банків та їх рахунків над фактичною кількістю населення України, можна зробити висновок, що багато фізичних осіб одночасно є клієнтами декількох банків. Таким чином, можна констатувати наявність досить високого рівня конкуренції на українському ринку банківських продуктів.

Визначимо ставки грошових ринків, які можуть стати орієнтирами для розрахунку трансфертних цін за операціями вітчизняних банків (табл. 3.6). Ринкові індикатори визначено у розрізі основних валют за якими вітчизняні банки здійснюють свої операції.

Як видно з таблиці, більшість ринкових індикаторів розраховуються за строками від одного дня до 1 року з періодичністю кратною 1-3 місяцям. Для операцій, які перевищують строк один рік трансфертна ціна може розраховуватись на основі внутрішніх витрат або на основі інших визначених менеджментом банку орієнтирів.

Таблиця 3.6

Ринкові індикатори, що можуть потенційно використовуватись для визначення базових трансфертних ставок

Валюта	Орієнтири грошового ринку	Строковість розрахунку ¹
UAH	KIACR	o/n, 1 w, 3 w, 1m, 2m, 3m
	KIEVPRIME	o/n, 1 w, 1m, 2m, 3m
	UIRD	3m, 6m, 9m, 1y
USD	LIBOR (USD)	o/n, 1 w, 2 w, 1m, 2m, 3m, 4m, 5m, 6m, 7m, 8m, 9m, 10m, 11m, 1y
EUR	EURIBOR	1 w, 2 w, 3 w, 1m, 2m, 3m, 4m, 5m, 6m, 7m, 8m, 9m, 10m, 11m, 1y
	LIBOR (EUR)	o/n, 1 w, 2 w, 1m, 2m, 3m, 4m, 5m, 6m, 7m, 8m, 9m, 10m, 11m, 1y
RUB	MIBOR	o/n, 1w, 1m, 3m, 6m, 1y
	MosPrime	o/n, 1 w, 2 w, 1m, 2m, 3m, 6m
	RIBOR	o/n

¹Умовні позначення: o/n – овернайт, w-тиждень, m-місяць, y-рік.

Також потрібно підкреслити, що зазначені індикатори повинні використовуватись у якості бази розрахунку трансфертних цін. Фактична величина трансфертної ціни визначається шляхом додавання (віднімання) певних видів маржі до (від) базової ставки. Проведемо порівняльний аналіз потенційних індикаторів та визначимо орієнтири, які можна використовувати в для розрахунку трансфертних ставок у розрізі строків та валют. Дослідження буде проводитись на основі вивчення методики розрахунку ринкових індикаторів, співставлення строковості запропонованих трансфертних цін зі строковістю розрахунку ринкових індикаторів, а також оцінці волатильності ринків.

Основним потенційним орієнтиром для визначення трансфертних ставок за операціями у доларах США виступає ставка LIBOR для долару США (London Interbank Offered Rate). Даний показник являє собою середньозважену відсоткову ставку за міжбанківськими кредитами, які пропонують ресурси у на строки від 1 дня до 12 місяців на лондонському міжбанківському ринку. Активне використання ставки LIBOR, у якості ключового орієнтиру міжнародного грошового ринку, зумовлене високою ліквідністю лондонського міжбанківського ринку та об'єктивністю і прозорістю механізму розрахунку даного індикатора. Ставка LIBOR розраховується з початку 1986 року Британською Банківською Асоціацією (British Bankers' Association (BBA)) і є найбільш поширеним орієнтиром короткострокових відсоткових ставок у всьому світі. Дана ставка визначається у розрізі десяти основних валют: долар США, євро, англійський фунт стерлінгів, японська єна, канадський долар, швейцарський франк, австралійський та новозеландський долар, шведська та датська крона [169]. Банки-контриб'ютори, на основі яких розраховується LIBOR, кожного робочого дня повідомляють свої ставки Британській Банківській Асоціації.

Далі розглянемо доступні орієнтири для трансфертних ставок у євро. Встановлено, що такими орієнтирами можуть бути LIBOR (розрахований для євро) та EURIBOR. З метою обґрунтування оптимального ринкового орієнтиру для банків України, проведемо порівняльний аналіз зазначених вище альтернативних індикаторів.

Ставка EURIBOR (European Interbank Offered Rate) є середньозваженою ставкою міжбанківського ринку кредитних ресурсів у євро. Показник розраховується агентством Reuters. Розрахунок ставки є досить подібним до методики розрахунку LIBOR та здійснюється за строками від 1 тижня до 12 місяців [170]. Для підвищення об'єктивності розрахунку EURIBOR, отримують дані кількох десятків банків з першокласним рейтингом та найбільшим обсягом операцій на грошовому ринку країн зони євро.

Проведемо порівняльний аналіз банків-контриб'юторів за ставками яких розраховувались у 2012 році ставки LIBOR для євро та EURIBOR (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Банки-контриб'ютори для розрахунку ставок EURIBOR та LIBOR

Країна	EURIBOR	LIBOR
Австрія	Erste Group Bank AG	
Бельгія	Belfius, KBC	
Фінляндія	Nordea, Pohjola	
Франція	BNP – Paribas, Société Générale, HSBC France, Natixis / BPCE, Crédit Agricole s.a, Crédit Industriel et Commercial CIC, Banque Postale	Société Générale
Німеччина	Landesbank Berlin, Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank Deutsche Genossenschaftsbank, Landesbank Baden-Württemberg Girozentrale, Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Landesbank Hessen - Thüringen Girozentrale	Deutsche Bank AG
Греція	National Bank of Greece	
Ірландія	AIB Group, Bank of Ireland	
Італія	Intesa Sanpaolo, Unicredit, Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca	
Люксембург	Banque et Caisse d'Epargne de l'État	
Нідерланди	ING Bank	Rabobank
Португалія	Caixa Geral De Depósitos (CGD)	
Іспанія	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander Central Hispano, CECABANK, CaixaBank S.A.	
Інші європейські банки	Barclays Capital, Den Danske Bank, Svenska Handelsbanken	Barclays Bank plc HSBC, UBS AG, The Royal Bank of Scotland Group, Lloyds Banking Group
Міжнародні банки	Bank of Tokyo – Mitsubishi, J.P. Morgan Chase & Co., UBS AG	Citibank NA, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Credit Suisse, JP Morgan Chase, Mizuho Corporate Bank, Royal Bank of Canada, Abbey National plc

Джерело: сформовано автором на основі [169; 170]

Як видно з таблиці, ставка LIBOR розраховувалась на основі даних 15 банків, більшість із яких базуються у країнах, що не використовують євро у якості основної валюти. Останній перегляд банків-контриб'юторів для даної ставки відбувся у травні 2012 року, однак перелік банку за його результатами не змінився. Ставку EURIBOR на кінець 2012 року визначалась на основі даних 39 банків, більшість із яких функціонують у країнах Єврозони. Також слід зазначити, що при визначенні ставки EURIBOR враховуються показники багатьох міжнародних банків (BNP – Paribas, Crédit Agricole, Unicredit і т.д.), які мають дочірні банківські установи в Україні. Таким чином, даним дочірнім банкам, при розрахунку трансфертних цін, доцільно орієнтуватись на ставку EURIBOR.

Дослідження волатильності цінних індикаторів лондонського та європейського ринків міжбанківського кредитування у євро проводилось у розрізі строків, за якими ми рекомендуємо вітчизняним банкам проводити мінімальну диференціацію трансфертних цін. Додатковими обмеженням є строки за якими розраховуються індекси (табл. 3.8). Інформаційною основою для розрахунку є щомісячні (станом на перше число звітного місяця) значення LIBOR (EUR) та EURIBOR за 2011 рік та перше півріччя 2012 року.

Таблиця 3.8
Порівняльний аналіз волатильності ставок EURIBOR та LIBOR (USD)

Строк	Дисперсія		Середнє квадратичне відхилення		Коефіцієнт варіації, %	
	EURIBOR	LIBOR (EUR)	EURIBOR	LIBOR (EUR)	EURIBOR	LIBOR (EUR)
o/n	x	0,11	x	0,33	x	52,32
1w	0,12	0,12	0,35	0,34	43,90	46,22
3m	0,10	0,10	0,32	0,32	25,72	27,73
6m	0,09	0,09	0,29	0,30	19,70	20,57
12m	0,10	0,10	0,32	0,32	17,38	17,55

Джерело: розраховано автором на основі [169; 170]

За результатами наведених у таблиці 3.8 розрахунків можна зробити висновок щодо незначної волатильності ставок LIBOR (EUR) так і EURIBOR. Також можна стверджувати, що протягом досліджуваного періоду ставки EURIBOR були більш стабільними: коефіцієнт варіації ставок EURIBOR нижчий за аналогічний показник за ставками LIBOR (EUR) у розрізі усіх строків. Враховуючи більшу ліквідність європейського грошового ринку (за операціями у євро) та меншу волатильність ставок EURIBOR, при розрахунку трансфертних ставок у євро вітчизняним банкам доцільно у якості орієнтира використовувати ставку EURIBOR.

У якості альтернативних орієнтирів для трансфертних ставок у гривні розглядалась три ринкові індикатори: KIACR, KievPrime та UIRD. Дослідимо методичні засади розрахунку даних індикаторів. KIACR – середньозважена ставка міжбанківського кредитування, яка розраховується щомісячно на підставі даних за міжбанківськими договорами щодо процентних ставок за наданими кредитами у розрізі відповідних строків. Розрахунок здійснюється за двома валютами (гривня та долар США) та у розрізі шести строків (табл. 3.6). Ставка використовується банками для визначення суми очікуваного відшкодування за цінними паперами. Інформація щодо розміру KIACR щомісячно доводиться Національним банком України для банків другого рівня.

KievPrime – індекс процентних ставок українського міжбанківського ринку в гривні. Розраховується на основі котирувань наданих великими українськими банками (табл. 3.9). Методика розрахунку KievPrime є досить подібною до LIBOR та EURIBOR.

UIRD (Ukrainian Index of Retail Deposit Rates) – індикативна ставка, що розраховується за спільною методикою компанії "Thomson Reuters" та Національного банку України на основі номінальних ставок ринку депозитів фізичних осіб, які оголошуються провідними учасниками даного ринку. Список банків, які оголошують ставки, формується на підставі даних про портфель депозитів фізичних осіб. Станом на 01.05.2011 індекс UIRD розраховується на основі показників 20 банків-учасників (табл. 3.9).

Ставки, що оголошуються банками, є індикативними даними і відображають рівень процентних ставок, за якими банки-учасники в момент оголошення ставок готові приймати депозити вкладників-фізичних осіб у відповідності до законодавства України. Для розрахунку індексу використовуються номінальні ставки банку по "класичному" депозиту для стандартних сум на відповідні строки (3, 6, 9 та 12 міс). "Класичним" вважається депозит для фізичної особи – нового вкладника, без права поповнення до кінця строку, з виплатою процентів в кінці строку. Розміри депозиту – стандартизовані: в українській гривні – 100000, в доларах США та євро – по 10000 одиниць відповідної валюти [153].

Таблиця 3.9

Банки-контриб'ютори для розрахунку ставок KievPrime та UIRD

KievPrime	UIRD
<ol style="list-style-type: none"> 1. Райффайзен Банк Аваль; 2. Креді Агріколь Банк; 3. Укрексімбанк; 4. ІНГ Банк Україна; 5. Ерсте Банк; 6. ВТБ Банк; 7. УкрСиббанк; 8. Укрсоцбанк; 9. Універсал Банк. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. ПриватБанк 2. Ощадний Банк України 3. Райффайзен Банк Аваль 4. УкрСиббанк 5. Укрексімбанк 6. Укрсоцбанк 7. Банк Форум 8. Фінанси та Кредит 9. Брокбізнесбанк 10. ВТБ Банк 11. Перший Український Міжнародний Банк 12. Дельта Банк 13. Альфа-Банк 14. Південний 15. Кредитпромбанк 16. Хрещатик 17. Віейбі Банк 18. Промінвестбанк 19. Банк Кредит Дніпро 20. Дочірній Банк Сбербанку Росії

Джерело: сформовано автором на основі [153]

Потрібно підкреслити, що індекс UIRD почав розраховуватись лише з 18 травня 2011 року. Безумовною перевагою даного показника є орієнтація на

роздрібний (а не на міжбанківський) сегмент грошового ринку України, що дозволяє істотно збільшити строки за якими розраховується даний індикатор: у порівнянні із міжбанківськими індикаторами KIACR та KievPrime, індекс UIRD додатково розраховується для строків 6, 9 та 12 міс. Крім того, порівняльний аналіз банків-контриб'юторів для розрахунку індексу KievPrime та UIRD (табл. 3.9) дає підстави сформулювати висновок щодо більш широкої та диверсифікованої бази розрахунку для останнього індексу. Зокрема, індекс UIRD розраховується як за ставками банків що контролюються вітчизняними інвесторами, так і за ставками банків, які перебувають під контролем нерезидентів. З іншого боку, при розрахунку показника KievPrime використовується інформація лише одного українського банку (Укрексімбанк), а всі інші банки є дочірніми структурами міжнародних фінансових груп.

Приймаючи до уваги той факт, що у структурі зобов'язань банків України частка депозитів фізичних осіб є найбільшою, а також враховуючи структуру та кількість банків-контриб'юторів, доцільно у якості орієнтира для встановлення трансфертних цін у гривні строком від 3 до 12 місяців використовувати включно індекс UIRD. Для визначення орієнтира у гривні для строків до 3 місяців дослідимо варіацію ставок KIACR та KievPrime (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Порівняльний аналіз волатильності ставок KIACR та KievPrime

Строк	Дисперсія		Середнє квадратичне відхилення		Коефіцієнт варіації, %	
	KIACR	KIEVPRIME	KIACR	KIEVPRIME	KIACR	KIEVPRIME
o/n	0,66	0,21	0,81	0,46	34,70	28,40
1w	3,34	0,69	1,83	0,83	43,43	27,44
2m	9,99	3,46	3,16	1,86	33,38	28,36

З розрахунків можна зробити висновок про вищу волатильність ставок KIACR у порівнянні зі ставками KievPrime. Отже, при розрахунку трансфертних ставок у гривні для строків до 3 місяців банкам України доцільно у якості орієнтира використовувати ставку KievPrime.

Далі дослідимо потенційні ринкові орієнтири розрахунку трансфертних цін за операціями у російських рублях. Як зазначалось у таблиці 3.6 орієнтирами трансфертного ціноутворення за даними операціями можуть бути індекси MIBOR, MosPrime та RIBOR. MIBOR (Moscow Interbank Offered Rate) – середня процентна ставка надання міжбанківських кредитів, що оголошується банками московського регіону. Методика розрахунку ставки MIBOR ґрунтується на розрахунку середньоарифметичного значення ставок банків (які надають понад 80% загального обсягу розміщення міжбанківських кредитів) на підставі даних відповідних форм звітності Центрального банку Росії. Дана ставка розраховується у відповідності до Вказівок Банку Росії № 2332-У від 12 листопада 2009 року [171]. MIBOR розраховується тільки за однією валютою – російським рублем за строками від одного дня до одного року.

MosPrime (MosPrime Rate – Moscow Prime Offered Rate) – індикативна ставка, що розраховується Національною валютною асоціацією на підставі ставок за рублевими кредитами (депозитами) на московському грошовому ринку строком overnight, 1 і 2 тижні, 1, 2, 3 та 6 місяців [175]. Список банків-контриб'юторів переглядається раз у рік і у 2012 році складався із десяти установ. При вирішенні питання щодо доцільності включення окремого банку до зазначеного переліку береться до уваги: їх репутація, фінансовий стан, обсяг операцій і наявність досвіду роботи на московському грошовому ринку. Ставка встановлюється щодня і відображає ціну за якою зазначені банки можуть надавати позики першокласним фінансово-кредитним установам.

RIBOR (Rouble InterBank Overnight Rate) – індикатор грошового ринку російського рубля, що формується на основі реальних угод в електронній системі торгів Delta, а не на основі індикативних котирувань (як MIBOR та MosPrime). Розраховується Московською міжнародною валютною асоціацією лише для кредитів overnight та публікується двічі на день [176]. Внаслідок відсутності котирувань даного індексу для інших строків, використання його у якості орієнтира для трансфертного ціноутворення ми вважаємо недоцільним.

Для визначення орієнтира для визначення трансфертних ставок у російських рублях розрахуємо оцінимо волатильність ставок MIBOR та MosPrime (табл. 3.11). З розрахунків можна зробити висновок щодо незначної мінливості як ставок MIBOR, так і ставок MosPrime протягом усього періоду аналізу: 2010-2011 роки та перше півріччя 2012 року. Ставки MIBOR були стабільнішими для строків овернайт та 1 тиждень, а ставки MosPrime були стабільнішими для строків 3 та 6 місяців.

Таблиця 3.11

Порівняльний аналіз волатильності ставок MIBOR та MosPrime

Строк	Дисперсія		Середнє квадратичне відхилення		Коефіцієнт варіації, %	
	MIBOR	MosPrime	MIBOR	MosPrime	MIBOR	MosPrime
o/n	1,03	1,24	1,02	1,11	23,69	27,46
1w	1,03	1,21	1,02	1,10	22,10	25,74
3m	2,38	1,74	1,54	1,32	25,97	25,79
6m	2,54	1,64	1,59	1,28	24,00	23,62
12m	2,18	x	1,48	x	19,44	x

Джерело: розраховано автором на основі [171; 175]

Враховуючи подібну волатильність розглянутих вище індикаторів, а також приймаючи до уваги той факт, що при розрахунку ставки MosPrime у більшій мірі враховуються прийняті у міжнародній практиці підходи до розрахунку індикативних ставок, доцільно при визначенні трансфертних ставок за операціями у російських рублях строковістю до 6 місяців у якості бази розрахунку використовувати ставки MosPrime, а для операцій строковістю понад 6 місяців (враховуючи відсутність розрахунку ставок MosPrime для строку 12 місяців) – ставки MIBOR.

Приймаючи до уваги результати наведеного вище дослідження нами розроблено матрицю рекомендованих індикаторів для розрахунку трансфертних цін у банків України (рис. 3.2). Потрібно зазначити, що індикатори наведені на даному рисунку є орієнтовними, їх структура може уточнюватись враховуючи специфіку діяльності кожного окремого банку.

валюта строк	гривня	російський рубль	долар США	євро	
більше 1 року	Неринкові методи трансфертного ціноутворення				витрати банку або інші орієнтири
від 6 до 12 місяців	UIRD	MIBOR	LIBOR (UIRD)	EUROBOR (UIRD)	індекси ставок грошових ринків
від 3 до 6 місяців		KievPrime	MosPrime	LIBOR	
від 1 дня до 3 місяців					
до запитання	оптовий та роздрібний сегменти				оптовий сегмент

Рис. 3.2. Матриця орієнтирів трансфертних цін банків України (власна розробка)

Враховуючи структуру індикаторів наведених у матриці, визначимо розмір рекомендованих базових ставок станом на перший робочий день (у який визначались відповідні індикативні ставки грошових ринків) червня 2012 року (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Значення рекомендованих базових ставок для розрахунку трансфертних цін у банках України, %

	Російський рубль	Гривня	Євро	Долар США
Від 6 до 12 місяців	8,61	16,61	1,23	1,07
Від 3 до 6 місяців	7,52	15,67	0,94	0,74
Від 1 тижня до 3 місяців	7,25	15,17	0,67	0,47
До 1 тижня	6,56	16,63	0,32	0,19
До запитання	6,11	16,39	0,26	0,16

Зазначимо, що дані наведені у таблиці 3.12 є значеннями рекомендованих базових ставок розрахунку трансфертних цін (рис. 3.2) станом на конкретний день. Вони можуть бути не досить об'єктивними оскільки протягом місяця вартість фінансових ресурсів на міжбанківських ринках може істотно коливатись у залежності від періодичності контролю регулятором обов'язкових

резервів на кореспондентському рахунку Національного банку України. Таким чином, банкам доцільно розробити методику усереднення обґрунтованих нами ринкових орієнтирів трансфертного ціноутворення.

Таким чином, за результатами проведеного дослідження методичних особливостей розрахунку індикаторів грошових ринків у розрізі валют та строків, а також аналізу їх волатильності; нами сформовано методичні підходи до визначення трансфертних цін строком до 1 року на основі ринкових орієнтирів. Для доларових ресурсів орієнтиром розрахунку трансфертних цін повинна стати ставка LIBOR, для ресурсів у євро – EURIBOR, для гривневих ресурсів строком від 3 до 12 місяців – UIRD та KievPrime для короткострокових ресурсів (від одного дня до 3 місяців), для російського рубля – MosPrime (строком до 6 місяців включно) та MIBOR для ресурсів строком понад 6 місяців. Врахування сформованих пропозицій дозволить підвищити ефективність управління фінансовими ризиками банку та забезпечить ефективне функціонування його підрозділів на основі об'єктивного розрахунку фінансових результатів діяльності центрів відповідальності. У свою чергу стабільність та ефективність функціонування банку є основними передумовами формування його рівноважного стану.

Враховуючи зазначене вище, окремим напрямком використання трансфертні ціни, у контексті оцінки рівноваги банку, є застосування показника рентабельності капіталу (return on equity, ROE). Даний показник може розраховуватись як по банку в цілому, так і для окремих його підрозділів (центрів відповідальності). Останній підхід передбачає застосування трансфертного ціноутворення та дозволяє визначити, які підрозділи збільшують (зменшують) вартість банку з точки зору його акціонерів [177]. Якщо фактичне значення ROE для певного підрозділу перевищує цільове значення даного показника по банку в цілому (відображає мінімальну прийнятну для акціонерів банку прибутковість капіталу) вважається, що даний підрозділ збільшує вартість. Відповідно якщо фактичне значення ROE менше ніж цільове – підрозділ знижує вартість банку. Автор акцентує увагу на доцільності

врахування ризиків при розрахунку рентабельності капіталу (risk-adjusted ROE), однак ця ідея не набуває необхідного розвитку у межах статті [177]. Способи визначення цільового значення зваженої на ризики рентабельності капіталу з метою оцінки результатів діяльності підрозділів банку детально розглядаються у науковій статті Ральфа Кімбала (Ralph Kimball) [168].

Більш ґрунтовно та комплексно ідея оцінки впливу результатів діяльності підрозділів банку на вартість банківської установи може бути реалізована на основі розрахунку показника RAROC (Risk Adjusted Return on Capital). Даний показник відображає відношення скоригованого на ризик прибутку до капіталу під ризиком (економічного капіталу). У пунктах 6.7-6.11 розділу 2 Методичних рекомендацій щодо організації процесу формування управлінської звітності в банках України [142], розкривається сутність даного показника та напрямки його використання. Зазначається, що показник RAROC дає змогу оцінювати співвідношення прибутку і ризиків, на які наражається об'єкт управління в процесі генерування цих прибутків. RAROC відображає прибутковість капіталу (економічного капіталу) об'єкта управління, необхідного для покриття обраної частки максимально можливого збитку (зазвичай береться частка 97 - 99%). У свою чергу капітал під ризиком (економічний капітал) зазвичай складається з: капіталу під неочікувані втрати внаслідок кредитного ризику; капіталу під неочікувані втрати внаслідок процентного, валютного та інших ринкових ризиків торгової діяльності; капіталу під неочікувані втрати внаслідок операційного ризику.

Крім того, у досліджуваному документі зазначається, що RAROC доцільно розраховувати за кожним об'єктом управління з метою:

1. оцінки ефективності (рентабельності з урахуванням ризику) видів діяльності, центрів відповідальності, продуктів та їх груп, клієнтів і їх груп шляхом порівняння їх показників RAROC між собою та зі встановленою граничною нормою, їх ранжирування за ступенем інвестиційної привабливості;
2. розподілу наявного капіталу між наявними об'єктами управління з метою досягнення максимального ефекту в межах запланованої стратегії;
3. матеріального заохочення керівників центрів відповідальності;

4. ціноутворення банківських продуктів тощо.

Узагальнюючи наведені вище напрямки використання RAROC, можна зазначити, що в цілому даний показник призначений для забезпечення банку капіталом достатнім для покриття непередбачуваних втрат внаслідок реалізації усіх основних видів ризику. Як зазначається у фундаментальній роботі з питань фінансового ризик-менеджменту [178, с. 608], головною метою застосування RAROC з точки зору інтегрованого ризик-менеджменту є оптимізація сукупного обсягу та структури капіталу банку. Таким чином, впливаючи на прийняття управлінських рішень щодо формування та розподіл капіталу банку RAROC істотно впливає на оцінку рівноваги банку.

Необхідно підкреслити, що у методичних рекомендаціях наголошується на доцільності розрахунку RAROC у розрізі кожного об'єкта управління. Відповідно до пункту 7 розділу 1 методичних рекомендацій основними об'єктами управління банку є: види діяльності; центри відповідальності; продукти та їх групи; клієнти та їх групи. У межах даного підрозділу дисертації, термін «об'єкт управління банку» є тотожним терміну «центр відповідальності банку» сутність якого розкрита нами вище. Таким чином, розрахунок RAROC у розрізі зазначених вище об'єктів управління передбачає використання даних управлінського обліку, зокрема, трансфертного ціноутворення.

Розглянемо більш детально порядок використання трансфертних цін при розрахунку RAROC. На основі узагальнення наукових робіт вітчизняних та зарубіжних дослідників можна зробити висновок, що не існує загальноприйнятої, стандартної методики розрахунку RAROC. У відповідності до рекомендацій Базельського комітету та інших міжнародних та національних документів у сфері управління фінансовими ризиками, загальноприйнятими можна вважати лише методологічні підходи до розрахунку даного показника (формула 3.2).

$$\text{RAROC} = \frac{\text{ER}}{\text{EC}} \quad (3.2)$$

де ER (Expected Return) – прибуток, що очікується з урахуванням ризиків;

EC (Economic Capital) - капітал, необхідний для покриття ризиків (економічний капітал).

Як приклад, пропонуємо розглянути методику розрахунку RAROC для активних та пасивних операцій банку, що наведена у статті Олександра Кіпкалова (Alexander Kipkalov) (формула 3.3) [179].

$$\text{RAROC} = \frac{(\text{NII} - \text{OE} - \text{EL}) \times (1 - \text{T})}{\text{EC}} \quad (3.3)$$

де NII (Net Interest Income) – чистий відсотковий дохід від операції;

OE (Overhead Expenses) – накладні витрати, пов'язані із здійсненням операції;

EL (Expected Credit Loss) – очікувані втрати від кредитного ризику;

T (Corporate Tax) – податок на прибуток;

EC (Economic Capital) – економічний капітал.

Автор вказаної статті зазначає, що на рівні окремих об'єктів управління (центрів відповідальності) розрахунок складових RAROC передбачає використання даних управлінського обліку щодо розподілу доходів, витрат та капіталу між об'єктами управління. З точки зору автора, окремого вивчення потребує порядок розрахунку чистого відсоткового доходу (NII). Зазначається, що для центрів відповідальності банку, що здійснюють активні даній показник розраховується як різниця між їх фактичними доходами та трансфертними цінами за якими на внутрішньобанківському ринку придбаваються ресурси для здійснення активних операцій. Для пасивних операцій використовується зворотна логіка: від доходів розрахованих за трансфертними цінами віднімають фактичні витрати на залучення ресурсів.

Автор підкреслює, що для окремого об'єкта управління чистий відсотковий дохід також повинен включати додатковий прибуток, що може бути отриманий від визначеного для даного об'єкту управління економічного капіталу. Вивчаючи альтернативні методи розрахунку додаткового прибутку від

економічного капіталу Олександра Кіпкалова (Alexander Kipkalov) приходиться до висновку, що найбільш економічно обґрунтованою та простою у застосуванні є методика оцінки даного показника на основі трансфертних цін. Для активних операцій додатковий прибуток від економічного капіталу розраховуватиметься за формулою (3.4).

$$NII = A \times Ra - D \times Rd = A \times Ra - (A - EC) \times Rd = A \times Ra - A \times Rd + EC \times Rd \quad (3.4)$$

Де, A – фактичний обсяг розміщених активів;

Ra – фактична ставка дохідності активів;

D – обсяг зобов'язань, що необхідний для фінансування активів ;

Rd – трансфертна ставка, що сплачується за використання зобов'язань кредитним відділом ;

EC – економічний капітал.

Логіка наведених математичних перетворень полягає у наступному. Спочатку чистий відсотковий дохід представляється як різниця між отриманими та сплаченими відсотками. Далі для фінансування визначеного обсягу активів підрозділу банку необхідно акумулювати обсяг зобов'язань, який буде дорівнювати обсягу активів за вирахуванням економічного капіталу, що уже зарезервованій за даним підрозділом. Провівши найпростіші арифметичні дії визначаємо, що чистий процентний дохід дорівнює процентним доходам від активу мінус процентні витрати як плата за необхідні для фінансування активу ресурси плюс дохід від економічного капіталу.

Потрібно підкреслити, що додатковий дохід від економічного капіталу розраховується за трансфертною ставкою (Rd), що діє для визначення вартості зобов'язань необхідних для фінансування активів. Для розрахунку чистої процентної маржі за пасивними операціями використовується формула (3.5).

$$NIM = SA \times Rc - D \times Rd = (D + EC) \times Rc - D \times Rd = D \times Rc - D \times Rd + EC \times Rd \quad (3.5)$$

де SA – обсяг активів для фінансування яких будуть використані зобов'язання;

Rc – трансфертна ставка, що сплачується відділу, що залучив зобов'язання;
 D – фактичний обсяг залучених зобов'язань;
 Rd – фактична ставка, що сплачується за залучені зобов'язання;
 EC – економічний капітал.

Логіка побудови цієї формули подібна до формули (3.4): активи для фінансування яких використовуються фактично залучені зобов'язання розглядаються як сукупність економічного капіталу та зобов'язань.

Порядок використання трансфертних цін для розрахунку показника RAROC також досліджується у статі Томаса Жоржа (Thomas George) [180]. Для забезпечення об'єктивного розрахунку показника RAROC обґрунтовується доцільність використання ринкових трансфертних ставок розрахованих у відповідності до строків погашення активів та зобов'язань, що встановлюються для кожного рахунку (продукту) пов'язаних із рухом ресурсів клієнтів.

Концепція RAROC є одним із найбільш розповсюджених методичних підходів щодо оцінки зваженої на ризики прибутковості капіталу центрів відповідальності. Даний показник поєднує два основні напрямки використання трансфертних цін: оцінка ефективності центрів відповідальності та управління ризиками. У свою чергу, управління ризиками та рентабельністю банку та його підрозділів є ключовими інструментами впливу на внутрішньобанківські фінансові пропорції, які забезпечують стабільне та ефективне функціонування банку, тобто наближають його до рівноважного стану.

Висновки до розділу 3

1. За результатами написання третього розділу роботи доведено, що трансфертне ціноутворення може бути базовим елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці лише за умови орієнтації методики розрахунку трансфертних цін на ринкові індикатори. У такому разі



центри відповідальності, при визначенні вартості своїх процентних продуктів, повинні будуть враховувати тенденції оптового сегменту грошового ринку, який активно регулюється інструментами грошово-кредитної політики НБУ. Впровадження ринкового трансфертного ціноутворення сприятиме підвищенню впливу НБУ (через внутрішні фінансові пропорції банків другого рівня) на реальний сектор економіки у напрямку формування та підтримки макроекономічної рівноваги. Впровадження ринкової методики розрахунку трансфертних цін дозволить забезпечити прозорий та економічно обґрунтований внутрішній перерозподіл фінансових ресурсів між центрами відповідальності, що сприятиме формуванню рівноваги банку на основі дотримання основних внутрішньобанківських фінансових пропорцій.

2. Під фінансовими пропорціями пропонується розуміти співвідношення, перш за все у формі коефіцієнтів, між окремими фінансовими показниками банківської діяльності, бажані значення яких є емпірично визначеними та теоретично обґрунтованими. У роботі виділено та досліджено три основні групи фінансових пропорцій: встановлені НБУ, визначені іншими суб'єктами, встановлені керівництвом банку.

3. Встановлено, що будь-які методи фінансового банківського менеджменту та більшість методів інших складових банківського менеджменту можна розглядати з точки зору їх впливу на фінансові пропорції банку та досягнення їх значень що відповідають цільовим (нормативним) показникам. У кінцевому підсумку дотримання даних пропорцій зводиться до забезпечення балансу між залученням та розміщенням фінансових ресурсів банку у розрізі основних їх параметрів: обсяги, строковість, вартість та валюта. Не дотримання даного балансу призведе до виникнення ризиків ліквідності, процентного та валютного відповідно. Неврахування фінансових пропорцій клієнтів банку при здійсненні кредитних операцій спричинить настання кредитного ризику.

4. Обґрунтовано, що визначення прийняттого рівня ефективності банку, як однієї із ключових характеристик, що визначають його рівноважний стан, повинно проходити на основі пошук балансу (рівноваги) між ризиком та дохідністю банківської діяльності. Розробка підходів до визначення

збалансованого рівня прибутковості, що з одного боку не наражатиме банк на надмірний ризик, а з іншого підтримуватиме зацікавленість власників до даного бізнесу, повинна здійснюватись на основі врахування концепції «нормального економічного прибутку». Дана концепція дозволяє визначити мінімально необхідний рівень прибутковості, у порівнянні із іншими способами вкладання капіталу, якого потрібно досягти суб'єкту економічної діяльності для підтримки зацікавленості власників у даному бізнесі.

5. Трансфертне ціноутворення, як елемент механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці, доцільно розглядати за наступними напрямками: використання трансфертних цін для підсилення дії процентного каналу грошово-кредитної політики НБУ з метою забезпечення макроекономічної рівноваги та рівноваги грошового ринку; застосування трансфертного ціноутворення для мінімізації ризиків банківської діяльності, як необхідної умови формування рівноваги банку та грошового ринку; використання трансфертних цін міжнародними фінансовими групами для збалансування інтересів членів даних груп; використання ринкового трансфертного ціноутворення для формування внутрішньобанківських фінансових пропорцій, які забезпечуватимуть рівновагу банку.

6. За результатами дослідження методики трансфертного ціноутворення, як інструменту забезпечення внутрішньобанківської рівноваги банків-членів міжнародних банківських груп, зроблено висновок, що міжнародні банківські групи в посткризових умовах істотно централізують управління внутрішніми економічними процесами у межах групи. Таким чином, можна спрогнозувати, що рівновага банків України, які входять до міжнародних груп, у все більшій мірі залежатиме від рівноваги групи в цілому.

7. Обґрунтовано наявність взаємозв'язку між трансфертним ціноутворенням у межах транснаціональної фінансової групи та рівнем капіталізації банків-членів даної групи. Як наслідок, впровадження розглянутих у даному розділі напрямків удосконалення державного регулювання трансфертного ціноутворення в Україні призведе не лише до збільшення податкових надходжень до національного бюджету, а також сприятиме підвищенню

капіталізації банків, які контролюються іноземними інвесторами. У свою чергу, збільшення величини власного капіталу банків забезпечить їх фінансову стійкість та сприятиме формуванню рівноваги.

8. З метою удосконалення методики розрахунку трансфертних цін на основі ринкових індикаторів, запропоновано використовувати розроблену матрицю. У матриці наведено ставки грошових ринків (ринкові індикатори), які можуть використовуватись як орієнтири розрахунку трансфертних цін за операціями вітчизняних банків. Зазначені індикатори повинні використовуватись у якості бази розрахунку трансфертних цін. Фактична величина трансфертної ціни визначається шляхом додавання (віднімання) певних видів маржі до (від) базової ставки. Доцільність використання вітчизняними банками наведених у матриці ринкових індикаторів обґрунтована на основі порівняльного аналізу альтернативних орієнтирів грошового ринку у розрізі строків та валют. Даний аналіз проводився шляхом: вивчення методики розрахунку ринкових індикаторів, співставлення строкості трансфертних цін зі строків індикаторів, а також дослідження волатильності ринкових індикаторів.

9. Обґрунтовано доцільність використання показника RAROC, розрахованого із застосуванням трансфертних цін, для оптимізації обсягу та структури капіталу банку. Концепція RAROC є одним із найбільш розповсюджених методичних підходів щодо оцінки зваженої на ризики прибутковості капіталу центрів відповідальності. Даний показник поєднує два основні напрямки використання трансфертних цін: оцінка ефективності центрів відповідальності та управління ризиками. У свою чергу, управління ризиками та рентабельністю банку та його підрозділів є ключовими інструментами впливу на внутрішньобанківські фінансові пропорції, які забезпечують формування рівноваги банку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [42; 182; 391; 392; 393; 396; 397; 399; 400; 408].

РОЗДІЛ 4.

ЗАСТОСУВАННЯ ЕКСПЛІЦИТНИХ МОНЕТАРНИХ ПРАВИЛ ДЛЯ ПІДТРИМКИ РІВНОВАГИ ГРОШОВОГО РИНКУ

4.1 Наукові підходи до вивчення рівноваги грошового ринку

Дослідження підходів до вивчення рівноваги грошового ринку передбачає вивчення його економічної сутності, основних учасників та інструментів. Поняття «грошовий ринок» є однією із основних категорій наукових досліджень у сфері фінансів та грошового обігу. У другому розділі роботи нами розглянуто структуру та базові елементи механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Як слідує з даного матеріалу, рівновага грошового ринку є одним із чотирьох видів рівноважних станів на які здійснюють істотний вплив суб'єкти банківської системи. Таким чином, дослідження меж грошового ринку та його структури є передумовою для вивчення впливу імпульсів, генерованих банківською системою, на досягнення рівноважного стану даного ринку.

Підходи до визначення економічної сутності поняття «грошовий ринок», а також результати дослідження структури його основних учасників та інструментів даного ринку наведено у нашій роботі [147]. Для вивчення змісту поняття «грошовий ринок», у межах національної системи державного регулювання фінансових відносин, дослідимо порядок його використання у відповідній нормативно-правових актах та у публікаціях фахівців НБУ. У законах які визначають порядок функціонування вітчизняної банківської системи не наводиться визначення поняття «грошовий ринок».

У статтях 1, 24, 51 та 52 закону «Про Національний банк України» від 20.05.1999 р. №679-XIV, використовується поняття «грошово-кредитний ринок». Дане поняття також використовується у більшості підзаконних нормативно-правових актів НБУ (положення, правила, інструкції) [129; 130].

Зокрема НБУ регулярно приймає постанови «Про регулювання грошово-кредитного ринку», у яких визначає основні параметри його функціонування та порядок використання інструментів грошово-кредитної політики (обов'язкові резерви, процентні ставки НБУ, обсяги операцій із підтримки ліквідності і т.д.). Поняття «грошово-кредитний ринок» також активно використовується у наукових публікаціях фахівців НБУ [126].

За своїм змістом поняття «грошовий ринок» та «грошово-кредитний ринок» є досить близькими. Однак, специфічною рисою останнього можна вважати використання для позначення сегменту грошового ринку, який перебуває під безпосереднім регуляторним впливом Національного банку України. Даний вплив в основному здійснюється за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. Враховуючи практику застосування поняття «грошово-кредитний ринок», можна зробити висновок що воно переважно використовується на позначення міжбанківського сегменту грошового ринку, який включає гривневу та валютну складові. З одного боку, даний підхід об'єктивно обумовлюється цілями та функціями Національного банку України, але з іншого – виключення роздрібного сегменту грошового ринку порушує цілісність сприйняття економічних відносин, які реалізуються на грошовому ринку. Крім того, як випливає із досліджених вище підходів щодо розуміння сутності та структури грошового ринку, у більшості випадків зміст поняття «грошовий ринок» не обмежується лише міжбанківськими відносинами.

На нашу думку, для розуміння механізму передачі імпульсів з оптового (міжбанківського) до роздрібного сегменту грошового ринку та у зворотному напрямку необхідно у структурі грошового ринку також виділяти внутрішньобанківський сегмент. Крім того, необхідно враховувати взаємозв'язок національного та міжнародних грошових ринків.

При вивченні сутності та структури грошового ринку також необхідно враховувати специфічні вимоги, що визначаються методологією дослідження економічної рівноваги. До таких вимог слід віднести: комплексність та системність, чітка внутрішня сегментація, встановлення обґрунтованих меж,

визначення взаємозв'язків між суб'єктами. На основі врахування зазначених вище уточнень та сформульованих вимог, нами запропонована концептуальна схема структури грошового ринку України (рис. 4.1).

На рисунку 4.1 визначено основних учасників грошового ринку України та наведено взаємозв'язки між ними, які реалізуються через три основні сегменти грошового ринку: роздрібний, оптовий (міжбанківський) та внутрішньобанківський. Наведений підхід до структурування грошового ринку України дає можливість системно та комплексно досліджувати відносини між його учасниками у контексті формування рівноважного стану даного ринку.

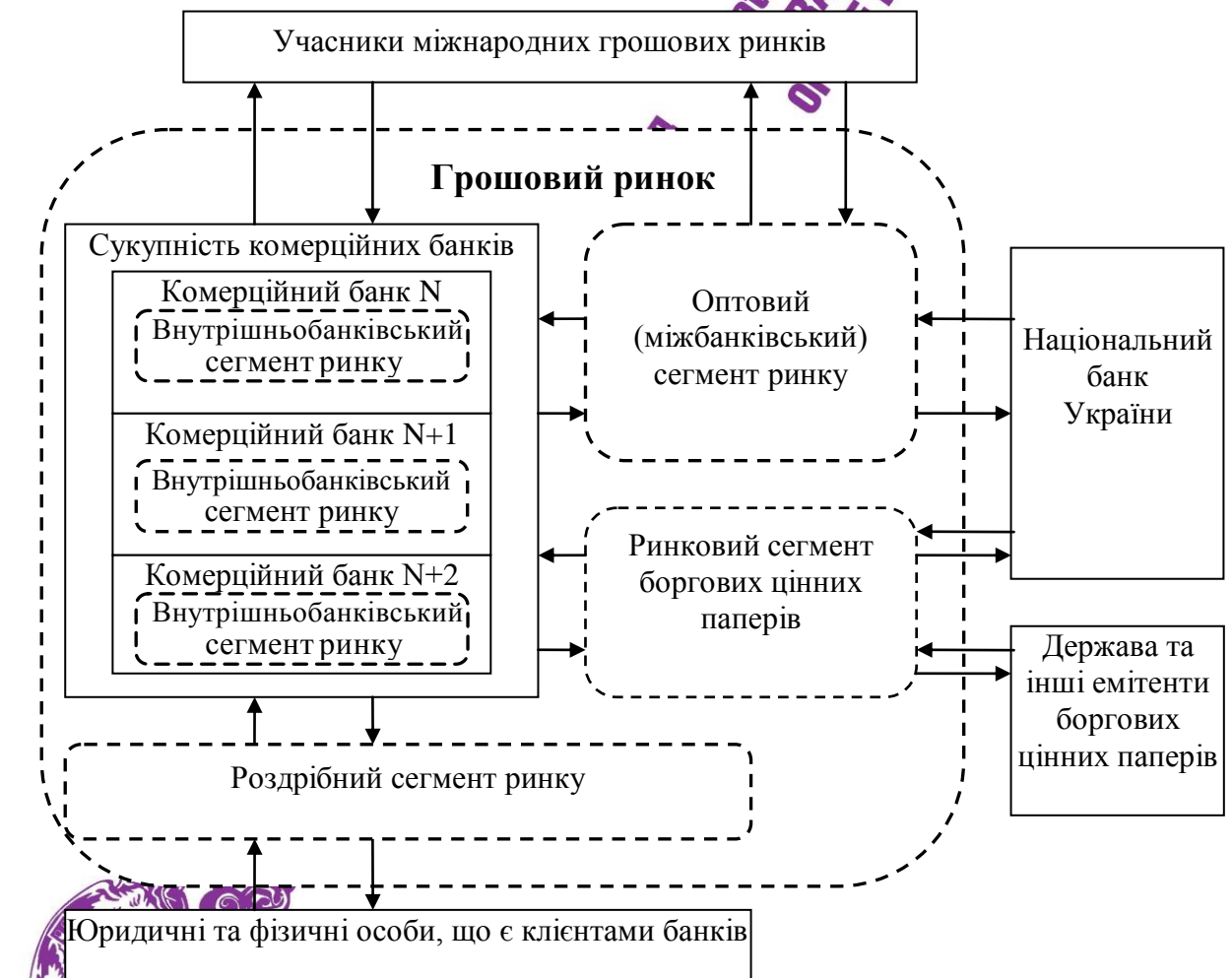


Рис. 4.1. Структура грошового ринку України (власна розробка)

Таким чином, приймаючи до уваги вимоги які визначаються методологією дослідження рівноважних станів в економіці, запропоновано авторську концепцію грошового ринку України. На основі даної концепції

будуть визначатись напрямки дослідження механізму формування рівноваги грошового ринку.

У першому розділі дослідження, на основі узагальнення наукових підходів до вивчення економічної рівноваги, зроблено висновок, що найбільш широко висвітленим у науковій літературі є термін «ринкова рівновага», який використовується для позначення стану ринку коли попит та пропозиція збалансовані на певному рівні ціни (рівноважна ціна). У процесі дослідження часткової рівноваги у більшості випадків вивчаються наступні види ринків: товарів та послуг; факторів виробництва; грошей та капіталу. Таким чином, рівновага ринку грошей є окремим випадком ринкової рівноваги, як наслідок, в основі її визначення повинно лежати дослідження збалансованості попиту та пропозиції грошей.

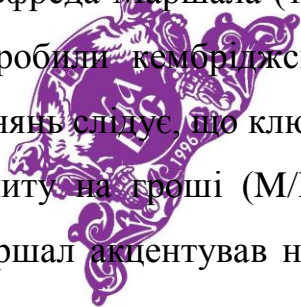
При дослідженні структури механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці ми визначили, що у межах даного дослідження під *рівновагою грошового ринку* розумітимемо такий його стан, що характеризується: збалансованістю обсягу та структури попиту і пропозиції грошей, стабільністю та прогнозованістю ринкової кон'юнктури, а також наявністю умов для ефективної взаємодії між учасниками грошового ринку для досягнення їх економічних цілей, зокрема, цілей державної економічної політики. Запропоноване нами визначення ґрунтується на класичних підходах щодо дослідження «ринкової рівноваги» (збалансування попиту та пропозиції). Наприклад, у економічній енциклопедії [4, с. 266], пропонується наступне визначення «рівноваги на грошовому ринку»: ситуація за якої попит на гроші в транзакційних та спекулятивних цілях дорівнює їх пропозиції. Графічним зображенням рівноваги на грошовому ринку є крива LM.

Однак, ми виокремили три аспекти, які дозволяють уточнити класичне визначення рівноваги грошового ринку у контексті нашого дослідження. По-перше, крім необхідності збалансування обсягу попиту і пропозиції грошей ми також наголошуємо на необхідності врахування відповідності структури грошової маси, що випускається в обіг центральним банком та структури

попиту на гроші з боку суб'єктів економічних відносин. По-друге, ми акцентуємо на необхідності досягнення прийняттого рівня стабільності кон'юнктури грошового ринку, що перш за все проявляється у прогнозованій динаміці ринкових відсоткових ставок та інфляції. По-третє, ми вважаємо необхідною характеристикою рівноваги грошового ринку, такий його стан, що дає можливість центральному банку ефективно застосовувати інструменти монетарної політики для досягнення її ключових орієнтирів. Таким чином, ми вважаємо збалансованість обсягу попиту та пропозиції грошей необхідною, але не достатньою умовою формування рівноважних станів у економіці.

Стисло розглянемо ключові аспекти класичних досліджень рівноваги грошового ринку, що зводяться до пошуку збалансованих рівнів пропозиції та попиту грошей. Розглянемо спочатку основні постулати дослідження попиту на гроші. Динаміка попиту на гроші визначається декількома ключовими мотивами якими керуються окремі учасники економічних відносин визначаючи власну потребу у грошах.

По-перше, транзакційний попит на гроші (transaction demand for money) у межах якого суб'єкти економічних відносин бажають отримати певну суму грошових коштів для придбання товарів та послуг, тобто для здійснення економічних угод (транзакцій). Даний вид попиту нерозривно пов'язаний із виконання грошима функції засобу обігу, коли вони використовуються як універсальний еквівалент, що опосередковує рух економічних цінностей (благ). Даний вид попиту на гроші був обґрунтований представниками класичної економічної течії та набув необхідної формалізації у роботах неокласиків Альфреда Маршала (1842-1924) та Ірвінга Фішера (1867-1947). Зазначені вчені розробили кембриджське рівняння та рівняння обміну відповідно. З даних рівнянь слідує, що ключовим фактором реального (скоригованого на рівень цін) попиту на гроші (M/P) є величина реального випуску (доходу) (Y). Однак, Маршал акцентував на необхідності врахування коефіцієнту ліквідності (k), а Фішер – на важливості швидкості обігу грошей (V). Таким чином, у



відповідності до концептуальних засад класичної школи, транзакційний попит на гроші виражається формулою 4.1:

$$\left(\frac{M}{P}\right)_T^D = \frac{Y}{V} = kY \quad (4.1)$$

де, M – номінальний попит на гроші;
 P – рівень цін;
 Y – реальний рівень випуску (доходу);
 V – швидкість обігу грошей;
 k – коефіцієнт ліквідності, що визначає яка частка доходу утримується у грошовій формі.

Вираз наведений у формулі 4.1, з одного боку, дозволяє визначити «реальний» попит на гроші (скоригований на рівень інфляції), а з іншого – графічно зобразити криву попиту як пряму залежність від реального рівня випуску (доходу).

Після публікації Джоном Кейнсом (1883-1946) у 1936 році видатної роботи «Загальна теорія зайнятості, проценту та грошей», наукові погляди щодо видів попиту на гроші істотно змінились. Він обґрунтував необхідність врахування ще двох мотивів попиту на гроші: мотиву обережності (потреба у зберіганні грошей для непередбачених обставин) та спекулятивного мотиву (попит на гроші як на фінансовий актив, який можна використовувати для отримання доходу). Як наслідок, в економічній теорії почали враховувати спекулятивний попит на гроші (speculative demand for money) та попит на гроші з мотиву обережності (precautionary demand for money). Потрібно підкреслити, що попит з мотиву обережності визначається лише рівнем доходу (графік є подібним до графіку транзакційного попиту), а спекулятивний попит є величиною обернено залежною від ринкової ставки за фінансовими інструментами. Таким чином, у відповідності до кейнсіанської концепції спекулятивний попит на гроші виражається формулою 4.2:

$$\left(\frac{M}{P}\right)_S^D = -hi \quad (4.2)$$

де, M – номінальний попит на гроші;

P – рівень цін;

h – еластичність зміни попиту на гроші до зміни ставки відсотка;

i – рівень відсоткових ставок.

Якщо допустити лінійну залежність між параметрами рівняння, загальний попит на гроші можна представити у вигляді формули 4.3.

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = \left(\frac{M}{P}\right)_T^D + \left(\frac{M}{P}\right)_S^D = kY - hi \quad (4.3)$$

де, k – чутливість (еластичність) попиту на гроші до зміни доходу;

h – чутливість (еластичність) попиту на гроші до зміни ставки відсотка.

У поточних умовах превалювання положень неокласичного синтезу, більшість наукових шкіл визнають залежність попиту на гроші як від величини процентної ставки, так і від величини реального доходу. Зокрема, у загальновідомій моделі Баумоля-Тобіна підтверджується безпосередній зв'язок між попитом на гроші та динамікою реального доходу і процентної ставки.

Однак, розглянуті теоретичні концепції, визначають лише базові (найбільш стійкі) взаємозв'язки, що впливають на попит на гроші. Вони переважно застосовуються для формування спрощених графічних моделей кривої попиту у навчально-методичній літературі. На практиці, визначення фактичної кривої попиту на гроші є досить складною проблемою і вимагає застосування якісних математичних моделей для обробки значних масивів інформації. У своїх роботах Міщенко В.І. та Науменкова С.В. наводять декілька рівнянь попиту на гроші, які визначались на основі дослідження фактичних економічних тенденцій.

Зокрема, вони детально розглядають рівняння попиту на гроші (формула 4.4), яке відображає реальну динаміку даного показника в економіці Російської Федерації протягом 1992-1997 років [191, с. 65-66]:

$$\left(\frac{M2}{P}\right)_t = c + \sum_{i=0}^n a_1 w_i p_{t-i-1} + a_2 r_t + a_3 Y_t + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

де, $M2_t$ – номінальна грошова маса $M2$;

p_t – індекс приросту споживчих цін за місяць t ;

c – константа;

$a_1 a_2$ – коефіцієнти регресії;

ε_t – випадкова помилка;

n – глибина лага, що дорівнює 12 місяцям;

$$w_i = b_0 + b_1 i + b_2 i^2 + b_3 i^3 + b_4 i^4 + b_5 i^5$$

де, i – номер лага (розглядається ступінь поліному для зміни споживчих цін за попередній період, що дорівнює 5);

r_t – темпи зміни прибутковості на ринку ГКО;

Y_t – темпи зміни дефльованого ВВП.

Таким чином, протягом зазначеного періоду, динаміка попиту на гроші переважно визначалась зміною споживчих цін, узятих з поліноміальним розподіленним лагом, зміною рівня прибутковості державних цінних паперів та динамікою дефльованого ВВП. Зазначимо, що наведене у формулі 4.4 рівняння регресії враховує як транзакцій попит на гроші (включення реального ВВП), так і спекулятивний попит (включення динаміки ставок на ринку ГКО, який був одним із найбільш ліквідних сегментів грошового ринку протягом 1992-1997 років).

У іншій роботі [192, с. 76-77] Міщенко В.І. та Науменкова С.В. наводять рівняння попиту на гроші С. Голдфельда, що було розроблене на основі аналізу динаміки реальних грошових залишків, доходу і відсоткової ставки у США за період 1952-1972 рр. (формула 4.5):

$$\text{Log}\left(\frac{M}{P}\right) = a_0 + a_1 \log\left(\frac{M}{P}\right)_{-1} + a_2 \log(Q) + a_3 i \quad (4.5)$$

де, a_0 – константа;

$a_1 a_2 a_3$ – коефіцієнти (з відповідним лагом);

Q – дохід (реальний ВВП);

i – відсоткова ставка.

Таким чином, можемо зробити висновок, що при моделюванні попиту на гроші дослідники враховують як спекулятивний (залежить від рівня відсоткової ставки), так і транзакційний (залежить від реальний рівень випуску або доходу) види попиту на гроші, що передбачено теоретичною концепцією неокласичного синтезу. Однак, реальні взаємозв'язки між даними параметрами мають досить складний (не лінійний) характер та можуть істотно відрізнятись у різних національних економіках та на різних етапах розвитку окремої економіки. Протягом 90-х років ХХ ст. у економічно розвинених державах було розроблено ряд моделей для визначення стабільних функцій попиту на гроші, застосування яких повинно було сприяти вирішенню проблеми високої інфляції. Найбільш відомими розробниками даних моделей є: Кейган, Тейлор, Фюрер, Мур, Едвардс.

Дослідивши ключові аспекти формування попиту на гроші, коротко зупинимось на аналіз пропозиції грошей. Фактичний обсяг пропозиції грошей, станом на певний момент часу, можна розглядати як грошову масу. Показниками, що безпосередньо визначають величину та структуру грошової маси є грошові агрегати. Як відомо, грошові агрегати відрізняються один від одного рівнем ліквідності грошових засобів та фінансових інструментів, що у них включаються. У різних країнах виділяється різна кількість грошових агрегатів. Міжнародний валютний фонд розраховує та публікує за усіма країнами грошовий агрегат М1 та більш широкий показник М3. Національний банк України, на даний момент, розраховує та публікує наступні грошові агрегати: М0 включає готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями; М1 – грошовий агрегат М0 та переказні депозити в національній валюті; М2 – грошовий агрегат М1 та переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити; М3 (грошова маса) – грошовий агрегат М2 та цінні папери, крім акцій [193].

Як слідує зі змісту наведених вище агрегатів, у вузькому розумінні, пропозицією грошей є агрегат М1, який включає готівкові кошти в обігу та переказні депозити в національній валюті. Відповідно до методології НБУ, до

переказних депозитів відносяться фінансові активи, що за першою вимогою можуть бути обміняні на готівкові кошти за номіналом та безпосередньо використані для здійснення платежу. Іншими словами до переказних депозитів відносяться кошти на вимогу, які безпосередньо використовуються для здійснення платежів (тобто залишки на поточних та карткових рахунках, а також кошти у розрахунках). Таким чином, грошова пропозиція у загальному вигляді може бути представлена формулою 4.6:

$$M^s = C + D \quad (4.6)$$

де, M_s – пропозиція грошей;

C – готівка поза банками (currency);

D – грошові засоби на поточних рахунках банків, що можуть використовуватись для розрахунків (demand deposits).

Фактично формула 4.6 відображає грошовий агрегат М1. Дана формула ґрунтується на врахуванні обсягу готівкових та безготівкових грошових коштів, що фактично знаходяться у розпорядженні економічних агентів та можуть використовуватись з метою задоволення транзакційного та спекулятивного попиту на гроші.

Однак існує інший підхід до визначення пропозиції грошей, який враховує ефект кредитної мультиплікації. Даний ефект ґрунтується на можливості комерційних банків використовувати більшу частину залучених депозитів (за вирахуванням обов'язкових резервів, що повинні зберігатись на рахунках центрального банку) для проведення активних операцій: надання різного виду кредитів, придбання цінних паперів. Як наслідок, комерційні банки «створюють гроші», збільшуючи грошовому масу та пропозицію грошей в економіці держави. Таким чином, із врахуванням ефекту кредитної мультиплікації, пропозицію грошей можна представити у вигляді формули 4.7:

$$M^s = m * MB = \frac{cr + 1}{cr + rr} * MB \quad (4.7)$$

де, M_s – пропозиція грошей;
 m – грошовий мультиплікатор;
 MB – грошова база;
 cr – відношення готівки до депозитів (коефіцієнт депонування);
 rr – відношення резервів до депозитів (норма обов'язкового резервування).

У відповідності до методологічних роз'яснень НБУ [193], грошова база являє собою сукупність зобов'язань Національного банку України в національній валюті, що забезпечують зростання грошових агрегатів та кредитування економіки. Також уточнюється, що грошова база включає готівкові кошти, випущені в обіг НБУ, і переказні депозити в національній валюті в НБУ.

Центральні банки визначають динаміку та структуру пропозиції грошей впливаючи на грошову базу та мультиплікатор інструментами грошово-кредитної політики. Не зважаючи на визначальну роль центрального банку у процесі формування пропозиції грошей, на динаміку даного макроекономічного показника також істотно впливають банки другого рівня та населення. Найбільші банки через власну кредитну, депозитну, відсоткову та іншого виду політики істотно впливають на дію кредитного мультиплікатора. З іншого боку, фізичні особи приймаючи економічне рішення щодо частки фінансових ресурсів, які будуть зберігатись на рахунках банків, безпосередньо визначають величину коефіцієнта депонування (cr), який у свою чергу істотно впливає на грошовий мультиплікатор.

Аналітична форма пропозиції грошей, що виражена рівняннями 4.6 та 4.7 є спрощеною та відображає лише концептуально-змістовні засади формування пропозиції грошей в економіці. Вітчизняні та закордонні науковці здійснюють перманентні дослідження процесу створення грошей в економіці акцентуючи у своїх моделях на окремих макроекономічних показниках. На думку співробітника НАН України Б.Б. Дунаєва [194], процес створення грошей банківською системою, при наданих банками кредитах (k) та наявному фінансовому резерві (ε) можна виразити системою рівнянь (4.8):

$$\begin{cases}
 MB = M_0 + M_r + O_r & (4. 8) \\
 \varepsilon = M_3 - k - MB \\
 M_1 = M_0 + D_1 \\
 M_2 = M_0 + D_1 + D_2 \\
 M_3 = M_0 + D_1 + D_2 + D_3
 \end{cases}$$

де, M_1, M_2, M_3 – грошові агрегати;

D_1, D_2, D_3 – поточні, строкові та довгострокові депозити у банках відповідно;

MB – грошова база;

M_r, O_r , – мінімально достатні та надлишкові резерви комерційних банків у центральному банку;

M_0 – готівка в обігу;

k – обсяг довгострокових (понад рік) кредитів наданих банками;

ε - фінансовий резерв банківської системи.

Автор даної моделі вважає, що банківська система знаходитиметься у рівноважному стані коли обсяг фактично наданих кредитів буде наближати фінансовий резерв банківської системи (ε) до нуля. Зробивши ряд додаткових перетворень науковець виводить «закон банківської рівноваги»: якщо кредити комерційних банків не перевищують добуток кредитного мультиплікатора та грошової бази то забезпечується рівновага банківської системи. Аналізуючи зазначені співвідношення на основі фактичних показників функціонування банківської системи України за період з 1996 до 2007 років, Дунаєв Б.Б. приходять до висновку, що використання банками можливостей кредитування до 2002 року становило менше 30% рівноважного обсягу кредитів, а протягом 2003-2006 років зросло до 100%. У 2007 році була порушена рівновага банківської системи шляхом надання надлишкових обсягів кредитів, що призвело до формування від'ємного значення фінансового резерву банківської системи України (ε) у сумі -41,1 млрд. грн.

Як зазначалось вище, рівновага на будь-якому ринку, відповідно до класичної теоретичної концепції, досягається при рівності обсягу попиту та пропозиції на даному ринку. У більшості графічних моделей попит на гроші

представляється у вигляді спадної функції ставки відсотка для певних значень доходу. Пропозиція грошей представляється у вигляді вертикальної кривої, яка не залежить від ставки відсотка і визначається лише рівнем доходу. У точці рівноваги зазначені криві перетинаються, що означає рівність попиту та пропозиції. Звісно дана графічна модель є спрощеною: вона може застосовуватись лише для короткострокового періоду, враховується припущення щодо фіксованого рівня цін; а також ігноруються інші фактори, що впливають на попит і пропозицію грошей.

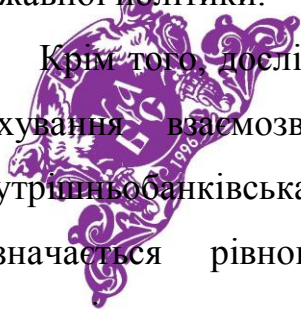
Розглянутий підхід щодо вивчення рівноваги на грошовому ринку на основі дослідження функцій попиту та пропозиції отримав своє продовження у класичній моделі IS-LM, яка визначає порядок одночасного формування рівноваги на ринках товарів та грошей. Не акцентуючи на загальновідомих методичних підходах до формування даної моделі, зазначимо, що рівновага на ринку грошей представлена кривою LM, яка відображує усі можливі комбінації ставки відсотку та доходу при яких загальний попит на гроші (L) дорівнює пропозиції грошей (M). Методичні підходи до формування кривої IS-LM, а також її модифікація для відкритої економіки (модель IS-LM-CM, де CM рівноважна крива ринку капіталу) детально розглянуті у фундаментальній роботі з макроекономіки Дж. Сакса та Ф. Ларрена [20, с. 404-439].

На нашу думку, розглянуті вище підходи щодо вивчення рівноваги на грошовому ринку, які передбачають виключну орієнтацію на дослідження попиту та пропозиції грошей для їх подальшого збалансування, мають ряд істотних недоліків. По-перше, спрощені лінійні функції попиту та пропозиції на грошовому ринку (а також графічні моделі що на них побудовані) мають обмежену практичну цінність і повинні переважно застосовуватись у навчально-просвітницьких цілях. Дані підходи мають низьку цінність для науково-практичних досліджень спрямованих на розробку ефективних моделей підтримки економічних рішень суб'єктів господарювання та центральних банків. З іншого боку, як слідує із наведеного вище матеріалу, існує істотна складність у визначенні адекватних та стабільних аналітичних форм функцій

попиту та пропозиції грошей. Висока мінливість даних функцій обумовлена значною волатильністю ключових факторів, які визначають їх аналітичну форму. Як наслідок, нелінійні аналітичні вирази функцій попиту та пропозиції грошей використовуються у різних економетричних моделях і скоріше відіграють допоміжну «технічну» роль при моделюванні макроекономічної динаміки, а не виступають самодостатнім науковим підходом до вивчення рівноваги грошового ринку. Дані функції зокрема використовуються у макроекономічних моделях центральних банків, що застосовуються для підтримки рішень у сфері монетарної політики.

По-друге, ми вважаємо підхід, який ґрунтується на дослідженні рівноваги виключно з точки зору збалансування обсягу попиту і пропозиції занадто «механістичним» та таким, що потребує уточнення. Для підвищення практично спрямованості (утилітарності) та рівня об'єктивності дослідження рівноваги грошового ринку необхідно враховувати обґрунтовані вище чинники, які, на нашу думку, визначають достатні умови рівноваги на даному ринку: відповідність структури грошової маси, що випускається в обіг центральним банком та структури попиту на гроші з боку суб'єктів економічних відносин; достатній рівень стабільності кон'юнктури грошового ринку; можливість центральному банку ефективно застосовувати інструменти монетарної політики для досягнення її ключових орієнтирів. На важливості практичного спрямування досліджень ринкової рівноваги наголошується у фундаментальній роботі з міжнародної економіки Роберта Карбау [2, с. 593-600]. Даний дослідник розглядає економічну рівновагу в аспекті досягнення цілей державної політики.

Крім того, дослідження рівноваги грошового ринку повинні передбачати врахування взаємозв'язків між рівноважними станами на мікрорівні (внутрішньобанківська рівновага) та макроекономічною рівновагою (визначається рівноважними значеннями ключових макроекономічних параметрів: реальний ВВП, інфляція, обмінний курс). Підвищенню комплексності (системності) досліджень рівноваги грошового ринку повинно



сприяти врахування запропонованої авторської концепції структури грошового ринку України. Дана концепція передбачає врахування взаємозв'язку та взаємної обумовленості рівноваги банку, грошового ринку та національної економіки.

На нашу думку, альтернативною науковою концепцією дослідження рівноваги грошового ринку, застосування якої нівелює зазначені вище недоліки класичного підходу, є формування рівноваги грошового ринку на основі застосування правил монетарної політики. Особливість даного підходу полягає у тому, що ми не акцентуємо на пошуку стабільних функцій попиту та пропозиції грошей для визначення рівноважних значень параметрів грошового ринку; а натомість ставимо завдання оцінити рівноважну відсоткову ставку або рівноважну динаміку грошової маси. Зазначені показники застосовуються центральним банком як ключові орієнтири, що визначають рівноважні параметри грошового ринку, та враховуються усіма економічними агентами при прийнятті економічних рішень.

Об'єктивність та прозорість розрахунку рівноважної відсоткової ставки або рівноважної динаміки грошової маси на основі монетарного правила, а також поступальне врахування центральним банком даного правила при прийнятті рішень у сфері монетарної політики, дозволять забезпечити високий рівень довіри економічних агентів до визначених рівноважних орієнтирів грошового ринку. Як наслідок, з'являється можливість досягти розглянутих вище умов формування рівноваги грошового ринку: збалансованості структури та попиту на гроші, стабільної та прогнозованої динаміки інфляції, ставок та обмінного курсу; високої ефективності монетарної політики центральних банків; можливості ефективного досягнення економічних цілей учасниками грошового ринку. Наведені умови рівноваги грошового ринку є взаємопов'язаними та взаємообумовлюючими. Враховуючи зазначене вище, у подальших підрозділах даного розділу роботи ми зосередимось на дослідженні рівноваги грошового ринку з точки зору розробки та застосування монетарних правил.

4.2 Закордонний досвід розробки та застосування монетарних правил

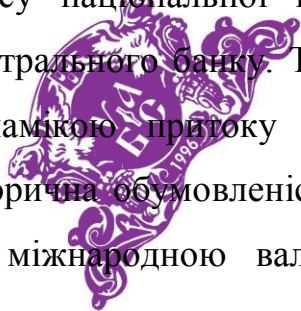
Як зазначалось у попередньому підрозділі роботи, застосування правил монетарної політики, через урівноваження параметрів грошового ринку, сприяє формуванню рівноваги на рівні окремих суб'єктів даного ринку (перш за все рівноваги банку) та забезпечує формування та підтримку рівноважних значень основних макроекономічних показників. Зазначимо, що рівноважні та фактичні значення інфляції, реального ВВП та валютного курсу включаються у більшість монетарних правил. Ідея реалізації взаємозв'язку, через рівновагу грошового ринку, між виділеними нами видами економічної рівноваги також врахована при визначенні структури механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці (рисунок 2.2).

Монетарні правила розробляє і застосовує центральний банк, однак вони здійснюватимуть істотний вплив на економічні процеси лише за умови прийняттого рівня довіри до них з боку суб'єктів грошового ринку. У даному контексті рівень довіри визначає рівень врахування ключового орієнтиру розвитку кон'юнктури грошового ринку, розрахованого на основі монетарного правила, у процесі прийняття економічних рішень суб'єктами грошового ринку. Зазначимо, що приймаючи за основу обґрунтовану нами концепцію структури грошового ринку України (рис. 4.1), основними учасниками даного ринку є суб'єкти банківської системи. Враховуючи зазначене вище, ми розглядаємо монетарні правила як ключовий інструмент реалізації механізму впливу банківської системи на рівноважні стани.

Досвід розробки та застосування правил монетарної політики можна розглядати як історично обумовлений діалектичний процес пошуку компромісів та консенсусів при виборі альтернативних напрямків формування та реалізації грошово-кредитної політики. Як зазначалось у розділі 2 роботи, поняття «монетарна політика» та «грошово-кредитна» політика вживаються

нами як тотожні. На нашу думку, історична обумовленість, перш за все, визначається особливостями діючої міжнародної валютної системи та змістом панівних теоретичних концепцій регулювання економіки. Проблема вибору при розробці та застосовуванні правил монетарної політики ускладнюється відсутністю однозначних та загальновизнаних рекомендацій щодо доцільності застосування альтернативних варіантів. Ті чи інші варіанти можуть мати однакову ефективність у різних соціально-економічних умовах. Крім того, неоднозначність оцінки ефективності певного варіанту, обумовлюється складністю та нестійким характером макроекономічних зв'язків, що ускладнює прогнозування результатів застосування певних інструментів монетарної політики. Діалектичний характер процесу розробки монетарних правил полягає у беззаперечному врахуванні, кожним автором нової форми монетарного правила, результатів отриманих попередніми дослідниками. Діалектичний характер даного процесу має тенденцію до посилення, що проявляється у істотному збільшенні кількості модифікацій монетарних правил протягом останніх 20 років.

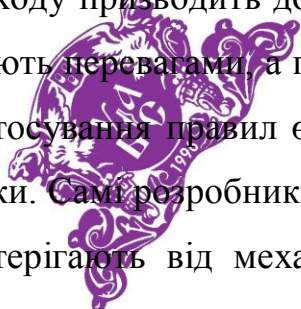
Історична обумовленість правил монетарної політики, на ранніх стадіях розвитку фінансових відносин (XVII – XIX століття), з початку використання повноцінних паперових грошей і до моменту формування більш розвинених валютних систем, переважно визначалась діючою міжнародною валютною системою. Протягом зазначеного періоду визначення вартості національної валюти в основному здійснювалось на основі золотого стандарту. Як наслідок, правило монетарної політики зводилось до підтримки фіксованого валютного курсу національної валюти, який визначався обсягом золота у резервах центрального банку. Таким чином, пропозиція паперових грошей визначалась динамікою притоку (відтоку) золота у національну економіку. Надалі історична обумовленість розробки монетарних правил переважно визначалась як міжнародною валютною системою (Бретон-Вудська, Ямайська) так і пануючою теоретичною концепцією державного регулювання економічних процесів (кейнсіанство, монетаризм, неокласицизм).



Більшість проблем вибору пов'язана із «технічними» аспектами конструювання правил політики, що детально розглядатимуться нами нижче. Однак, існує одна фундаментальна проблема, зміст якої полягає у виборі концепції державного регулювання монетарних процесів: дискреційний вплив чи правила політики.

Будь-який вид державної економічної політики, який формується виключно у межах концепції дискреційного регулювання економічних процесів, за своїм змістом є ситуативним реагуванням на поточні зміни. Беззаперечною перевагою даного підходу є швидке врахування поточної економічної кон'юнктури у процесі прийняття рішень щодо застосування певних інструментів державної економічної політики. З іншого боку, дискреційне регулювання передбачає відмову від певного перспективного плану регулятивного впливу на економічні процеси, що у свою чергу істотно знижує прозорість політики та сприяє формуванню не визначених (не раціональних) очікувань економічних агентів. Крім того, відсутність середньо та довгострокового плану реалізації державної економічної політики майже унеможливорює стабільний та прогнозований розвиток національної економіки. Також різко знижується ефективність перспективного планування рівноважних значень макроекономічних балансів таких як бюджет та платіжний баланс, що може стати джерелом збільшення волатильності ключових макроекономічних показників.

Прямою альтернативою дискреційному регулюванню є жорстке (механічне) слідування розробленим правилам політики. Реалізація даного підходу призводить до протилежних наслідків: недоліки попереднього підходу стають перевагами, а переваги – недоліками. Ключовим недоліком механічного застосування правил є нездатність адекватно реагувати на поточні економічні шоки. Самі розробники правил монетарної політики, перш за все Джон Тейлор, застерігають від механічного їх застосування та підкреслювали доцільність використання правил поряд із іншими інструментами підтримки управлінських рішень, які класично застосовуються центральними банками. Таким чином,

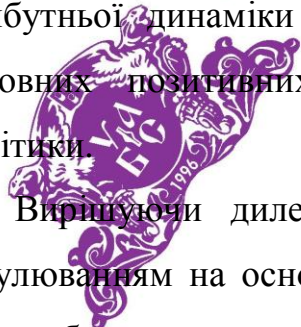


проблема вибору між дискреційним регулюванням та правилами політики, наданий час, вирішується більшістю центральних банків економічно розвинених країн світу шляхом компромісного поєднання даних підходів.

Найбільш відомим правилом монетарної політики, яке знайшло широке практичне застосування у діяльності більшості центральних банків розвинених країн з ринковою економікою, є правило Тейлора. Дане правило було вперше сформульовано професором Стенфордського університету Джоном Тейлором (John Taylor) у 1993 році [195]. Робота у якій було вперше опубліковане дане правило присвячувалась дослідженню практичного змісту дискреційного монетарного регулювання та регулювання на основі правил монетарної політики. Автор зазначав, що з технічної точки зору правила політики є певним планом дій, який реалізується доки вплив зовнішніх факторів не призведе до необхідності його зміни. Жодне правило політики не може бути актуальним завжди, однак якщо воно є обґрунтованим, то повинно застосовуватись значимо довгий період часу. Для правил макроекономічної політики значимим є період часу, що триває декілька ділових циклів, однак для досягнення окремих цілей монетарної політики навіть буде достатньо проміжку у декілька років.

Дослідник наголошує, що посадовці, які реалізують макроекономічну політику, повинні публічно оголосити та перманентно застосовувати правило політики, якщо вони бажать отримати усі переваги пов'язані із високим рівнем довіри економічних агентів до монетарної політики. На нашу думку, підвищення довіри до державної політики, підтримка раціональних очікувань суб'єктів економічних відносин, а також зниження рівня невизначеності майбутньої динаміки основних макроекономічних показників є одними із основних позитивних наслідків застосування правил грошово-кредитної політики.

Вирішуючи дилему між дискреційним монетарним регулюванням та регулюванням на основі правил монетарної політики Джон Тейлор пропонує власне бачення синтезу даних підходів. Він підкреслює, що доцільно виділити три аспекти пов'язані із правилами політики: 1) розробка правила політики, 2)



перехід до нового правила політики, 3) щоденне застосування (оперативне використання) діючого правила політики. З даної точки зору, окремі заходи політики які мають дискреційний характер можна інтерпретувати як перехід від одного правила політики до іншого або як складові оперативного застосування діючого правила.

Далі у роботі [195] характеризується процес формування та використання правил політики у розрізі зазначених вище трьох аспектів. Ключовим результатом автора, в аспекті розробки правил політики, є запропонована ним формула (4.9) визначення рівня ставки за ключовим інструментом монетарної політики Федеральної резервної системи (ФРС):

$$r = p + 0,5u + 0,5 (p - 2) + 2 \quad (4.9)$$

де, r – ставка ФРС США за федеральними фондами;
 p – рівень інфляції (дефлятор ВВП) за попередні чотири квартали;
 u – процентне відхилення реального ВВП від цільового рівня (розрив ВВП).

Дане правило показує, що ставка за федеральними фондами повинна зростати, якщо інфляція перевищує цільовий рівень, що становить 2%; або реальний ВВП перевищує тренд ВВП. Автор вважає річну інфляцію на рівні 2%, враховуючи існуючі проблеми з методиками її оцінки, показником дуже близьким до цінової стабільності або «нульової» інфляції.

Якщо рівень інфляції та реальний ВВП відповідають цільовим рівням, ставка за федеральними фондами буде дорівнювати 4%, або 2% у реальних (скоригованих на інфляцію) показниках. Використання рівня інфляції за попередні чотири квартали у правій частині рівняння (4.9) показує, що дане монетарне правило написано з використанням лагової (відстаючої) інфляції у якості одіночної величини очікуваного рівня інфляції. Таким чином, рівноважна ставка за федеральними фондами на рівні 2% приблизно відповідає стабільному та безінфляційному росту економіки на 2.2% щорічно. У своїх подальших роботах [196] Тейлор зазначає, що формула 4.9 вказує на

необхідність підвищення середньоквартальної ставки США за федеральними фондами в 1,5 рази від будь-якого перевищення інфляції за чотири квартали над середнім рівнем інфляції, а також підвищення у 0,5 рази від будь-якого збільшення розриву ВВП.

Автор пояснює [195], що значення процентного відхилення реального ВВП від цільового рівня (y) необхідно розраховувати як темп приросту фактичного значення реального ВВП у порівнянні із лінійним трендом реального ВВП. Останній показник, за розрахунками розробника монетарного правила, склав близько 2,2% за рік протягом 1984-1992 років. Також Тейлор зазначає, що введення позитивних коефіцієнтів при розриві ВВП та ціновому розриві дає кращі результати у більшості країн з розвинутою економікою, які ним досліджувались. Однак не відомі точні абсолютні значення даних коефіцієнтів, зокрема не зрозуміло який із коефіцієнтів повинен бути більшим, а який меншим. Він також вказує на те, що коефіцієнти у формулі 4.9 є наближеними значеннями і їх введено для полегшення ілюстрації результатів запропонованого монетарного правила.

Апробація розробленого правила, на основі використання показників економіки США за період з 1987 по 1992 роки, показала його відповідність реальним тенденціям. Однак, автор застерігає від механічного застосування жорстких правил політики подібних до правила вираженого формулою 4.9. Він визначає два основні напрямки практичного використання даного правила [195]. По-перше, використання його як одного із інструментів підтримки рішень центральних банків у сфері монетарного регулювання. Наприклад, члени Федерального комітету з відкритих ринків (ФКВР) США могли б використовувати дане правило при прийнятті відповідних рішень (перш за все пов'язаних із регулюванням процентних ставок) поряд із врахуванням інших показників, випереджаючих індикаторів, змін у кривій доходності, прогнозів отриманих у результаті застосування математичних моделей і т.д.

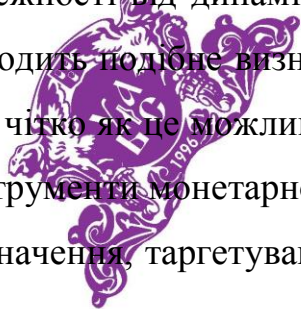
По-друге, він враховувати фундаментальні зв'язки, виявлені на основі розробки правила політики, у якості базових принципів формування та

реалізації монетарної політики. До даних принципів Тейлор відносить підвищення ставок центральних банків при збільшенні інфляційного тиску, а також зниження ставок коли ймовірність рецесії є більшою загрозою ніж підвищення інфляції. Величина реакції монетарної політики на розриви у реальному ВВП та інфляції (коефіцієнти формули 4.9) залежить від рівня чутливості агрегованого попиту до відсоткових ставок.

Таким чином, у дослідженій вище науковій роботі була запропонована концепція розробки та практичного застосування монетарних правил. Однак, формула, що виражала математичний зміст запропонованого правила, була спрощеною і описувала лише п'ятирічний період розвитку ключових макроекономічних параметрів США.

Розуміючи обмеженість даної формули, у наступних роботах Джон Тейлор подає правило у більш загальному вигляді. Основні модифікації монетарного правила Тейлора які зроблені самим автором та іншими дослідниками узагальнено нами у Додатку А. У своєму дослідженні [197], опублікованому через шість років після оприлюднення першої форми монетарного правила, він аналізує можливість застосування запропонованого правила для дослідження динаміки макроекономічних та монетарних показників США протягом значного історичного періоду з 1880 року по 1997 рік.

Також у даній роботі наводиться більш ґрунтовне визначення сутності правила монетарної політики: опис (формалізований графічно, формулою, або числовими значеннями) способу застосування інструментів монетарної політики, таких як монетарна база або ставка за федеральними фондами, у залежності від динаміки економічних параметрів. У іншій статті [196] Тейлор наводить подібне визначення правила монетарної політики: план, що визначає, так чітко як це можливо, умови при яких центральний банк повинен змінювати інструменти монетарної політики. Також уточнюється, що відповідно до даного визначення, таргетування центральним банком інфляції або номінального ВВП не вважаються правилами політики.



Одним із ключових положень даного дослідження [197], що дає можливість підкреслити справедливість нашої тези щодо історичної обумовленості та діалектичного характеру процесу розробки монетарних правил в цілому та правила Тейлора зокрема, ми вважаємо порівняльний аналіз монетарного правила та рівняння обміну (Equation of exchange) запропонованого на початку ХХ століття Ірвінгом Фішером (Irving Fisher) (формула 4.10):

$$M \times V = P \times Y \quad (4.10)$$

де, M – грошова маса;
 V – швидкість обігу грошей;
 P – рівень цін;
 Y – реальний ВВП.

Зокрема обґрунтовується можливість виведення правила Тейлора із рівняння Фішера за умови представлення пропозиції грошей (M) у відносній формі (як певного відсотка), а також заміни швидкості грошей (V) на співвідношення ставки (r) та реального ВВП (Y).

Джон Тейлор визначає п'ять основних проблем вирішення яких дасть можливість застосовувати розроблене ним монетарне правило у країнах з ринком, що формується [196]: вибір інструментів для монетарного правила; рівень формалізації правила; взаємозв'язок монетарного правила та інфляційного таргетування; врахування розвитку ринку довгострокових боргових цінних паперів; врахування обмінного курсу при формуванні монетарного правила.

Доцільно більш детально проаналізувати зміст наведених вище проблеми, враховуючи необхідність їх вирішення у процесі розробки монетарного правила для України. Сутність проблеми вибору інструментів для монетарного правила полягає у визначенні тих інструментів монетарної політики, що можуть найбільш точно вимірюватись та ефективно застосовуватись у національній економіці. Найбільш доцільним інструментом для правила політики є монетарні агрегати в умовах коли: наявна занадто велика невизначеність щодо оцінки реальної процентної ставки та рівноважної

реальної процентної ставки, або ключова ставка центрального банку не є орієнтиром для ринку, або існує висока ймовірність впливу значних шоків на інвестиції та чистий експорт. З іншого боку, коли шоки пов'язані зі швидкістю обігу грошей є істотними, процентні ставки є кращим інструментом. Наприклад, в умовах високого рівня інфляції важко виміряти рівень реальної процентної ставки, крім того, премія за ризик є високою та волатильною. Також у економіках із високим рівнем економічного росту можуть виникнути проблеми із визначенням рівноважної реальної процентної ставки, що може спричинити помилки у політиці при використанні правила для процентних ставок.

Потрібно зазначити, монетарні правила для грошової маси були розроблені раніше ніж монетарні правила для процентних ставок. Правила постійного темпу приросту грошової маси (constant growth rate rule), було сформульоване М. Фрідменом (Friedman) ще у 50-х роках ХХ століття.

Мілтон Фрідмен обґрунтував доцільність використання правил монетарної політики спираючись на аргументи щодо складності реалізації дискреційної монетарної політики та враховуючи результати дослідження монетарної історії США. На його думку, неефективність дискреційної монетарної політики переважно обумовлюється наявністю лагів при її реалізації: лагу спостереження, лагу рішення та лагу впливу. Також Фрідмен провів дослідження монетарної історії США акцентуючи на взаємозв'язках зміни грошової пропозиції із динамікою цін та реального ВВП. Зробивши висновок, що динаміка грошової маси істотно впливає на ключові макроекономічні параметри, він запропонував підтримувати фіксовані номінальні темпи приросту грошової маси у економіці (за розрахунками автора, для економіки США протягом 50-х років ХХ століття, темпи приросту грошової маси повинні були складати 2% на рік). Монетарне правило Фрідмена має наступний аналітичний вигляд (формула 4.11) [215]:

$$\Delta m = \pi + \Delta q - \Delta v \quad (4.11)$$

де, Δm – зміна пропозиції грошей;

Δq – зміна реального ВВП;
 Δv – зміна швидкості обігу грошей;
 π – рівень інфляції.

Усі показники для проведення розрахунків наводяться у логарифмах. Фрідмен вважав, що використовуючи рівняння 4.11 можна визначити постійний темп росту грошової маси (k) використовуючи для розрахунків: цільовий рівень інфляції, ріст потенційного (рівноважного) реального ВВП, обраний тренд зміни швидкості грошей. Потрібно підкреслити, що дане правило ґрунтується на рівнянні обміну запропонованого Ірвінгом Фішером (формула 4.10). Американський дослідник Едвард Нельсон (Edward Nelson), на основі порівняльного аналізу правил Тейлора та Фрідмена, прийшов до висновку щодо подібності поглядів авторів даних правил на механізм функціонування економіки [224].

Наступне правило монетарної політики, яке ґрунтується на використанні грошових агрегатів, було запропоноване у 1988 році Бенетом МакКаламом (Bennett McCallum) [201, 202]. Дане правило можна розглядати як результат діалектичного розвитку правила постійного темпу приросту грошової маси Фрідмена. Правило МакКалама має наступний аналітичний вигляд (формула 4.12) [215]:

$$\Delta m = \Delta x^* - \Delta v^* - \phi_{\Delta x} (\Delta x - \Delta x^*) \quad (4.12)$$

де, Δm – зміна пропозиції грошей;

$\Delta x^* = \pi^* + \Delta q^*$ зміна рівноважного номінального ВВП;

Δv^* – тренд зміни швидкості грошей;

Δx – зміна номінального ВВП;

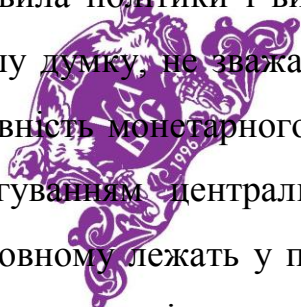
$\phi_{\Delta x}$ – константа.

Застосовуючи дане правило із значенням константи $\phi_{\Delta x} = 0,5$ Бенет МакКалама довів, що ефективність монетарної політики США могла бути набагато вищою. Дана теза перш за все стосувалась 30-х та 70-х років ХХ ст., коли ФРС були допущені найбільші помилки у монетарному регулюванні.

Друга проблема розробки монетарного правила для країн з ринком що формується, полягає у визначенні прийняттого рівня формалізації правила політики. Автор акцентує на неприпустимості механічного застосування монетарних правил центральними банками. Він підкреслює, що математичні формулювання даних правил повинні переважно використовуватись для оцінки їх адекватності на основі математичних моделей та для застосування статистичних методів порівняльного аналізу політик у різні періоди часу або у різних країнах.

Розроблені монетарні правила повинні застосовуватись як рекомендації або загальна концептуальна основа політики. Дане твердження стосується як розвинених економік, так і економік що розвиваються. Оскільки певні дискреційні заходи є необхідними при застосуванні правила політики, математичну форму правила потрібно трактувати як наближений опис взаємозв'язків, а не як жорстке правило для механічного застосування.

Під дискреційними заходами розуміється необхідність свідомого «посилення» або «послаблення» центральними банками монетарної політики у залежності від кон'юнктури на фінансових ринках та фаз економічних циклів. Також під дискреційними заходами автор розуміє необхідність щоквартальної переоцінки складових (поточної квартальної інфляції та розриву ВВП) формули, що виражає монетарне правило, на основі оцінки щомісячної інформації щодо безробіття, промислового виробництва, цін на нерухомість та інших змінних. Крім того, вплив окремих специфічних факторів (наприклад обвал ринків цінних паперів у США у 1987 році) не може бути включеним у правила політики і вимагатиме дискреційних заходів центральних банків. На нашу думку, не зважаючи на перманентну необхідність дискреційних заходів, наявність монетарного правила дає цілий ряд переваг у порівнянні із простим реагуванням центральних банків на зміни у економіці. Дані переваги в основному лежать у площині забезпечення прозорості монетарної політики та підвищення рівня довіри до політики центральних банків з боку економічних агентів.



Правила монетарної політики можуть мати як нормативне (надання рекомендацій щодо способу реалізації монетарної політики) так і позитивне (надання рекомендацій щодо формування монетарної політики) застосовування. Часто передбачається змішаний порядок застосовування монетарних правил. Правило Тейлора, за визнанням автора, у більшій мірі є нормативним ніж позитивним.

Третя проблема полягає у необхідності впровадження інфляційного таргетування для ефективного використання монетарного правила. Інфляційне таргетування передбачає визначення номінального якоря для внутрішніх цін на відміну від режиму фіксованого обмінного курсу. При інфляційному таргетуванні допускається незначне коливання фактичного рівня цін навколо визначеного у якості орієнтира значення. Наприклад, для економіки США при визначенні орієнтиром інфляції показника 2% стандартне відхилення фактичного значення на 1% буде прийнятним і свідчитиме про ефективність монетарної політики.

На думку, Тейлора правило монетарної політики повинно використовуватись для досягнення визначених цілей щодо інфляції. Він вважає, що без застосування ефективного монетарного правила не можливо досягти цільового рівня інфляції, або досягнення цільового рівня буде пов'язане із значною нестабільністю інших макроекономічних параметрів, що у кінцевому підсумку спричинять істотні проблеми з ціновою динамікою.

При інфляційному таргетуванні також можуть встановлюватись цілі для інших макроекономічних показників, які не суперечать інфляційним цілям у довгостроковій перспективі. Для ВВП такою ціллю може бути природній рівень виробництва, для обмінного курсу рівень девальвації або ревальвації повинен визначатись різницею між внутрішньою цільовою інфляцією та середньою інфляцією у інших країнах.

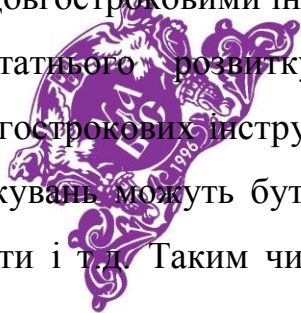
Використання монетарних агрегатів у якості інструменту у правилі політики не суперечить режиму інфляційного таргетування. Крім того, застосування будь-якого монетарного правила передбачає використання

деяких прогнозів інфляції. Наприклад, правило Тейлора передбачає врахування квартальних прогнозів інфляції для визначення рівня ставок на поточний квартал.

Досить ґрунтовно можливості та проблемні аспекти впровадження інфляційного таргетування у країнах, що розвиваються розглянуті у роботі Дональда Браша (Donald Brash), який 14 років (з 1988 по 2002 рр.) керував Резервним банком Нової Зеландії. Даний центральний банк одним із перших запровадив режим інфляційного таргетування [203]. Більш детально проблема впровадження інфляційного таргетування, у контексті розробки монетарного правила для України, буде розглянута у підрозділі 4.3 даної роботи.

Четверта проблема впровадження правил політики пов'язана із розвитком ринку довгострокових боргових цінних паперів. Одна із основних переваг застосування правил монетарної політики, що сприяє істотному підвищенню її ефективності, полягає у формуванні раціональних очікувань економічних агентів щодо майбутніх змін у інструментах політики. Економічні агенти, враховуючи зміст правила, спочатку формують очікування щодо короткострокових ставок грошового ринку. Далі очікування, через строкову структуру ставок, впливають на ставки за довгостроковими фінансовими інструментами, а потім – на усі економічні процеси.

У країнах з ринком, що формується зазвичай функціонує не достатньо розвинений та ліквідний довгостроковий ринок фінансових інструментів, що ускладнює для монетарної влади відслідковування впливу монетарного правила на очікування та економічні процеси. Джон Тейлор підкреслює [196], що ставки за довгостроковими інструментами не єдиний індикатор очікувань. В умовах не достатнього розвитку фінансового ринку (коли існує лише декілька довгострокових інструментів на ринку боргових цінних паперів) індикаторами очікувань можуть бути динаміка обмінного курсу, ціни на землю, заробітної плати і т.д. Таким чином, для приватного сектору буде простіше формувати очікування, якщо наміри центрального банку щодо застосування інструментів

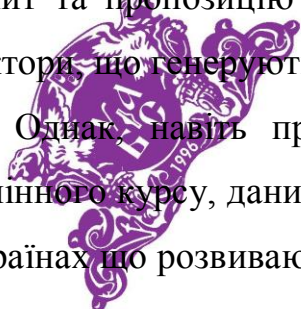


монетарної політики будуть зрозумілі суб'єктам економічних відносин, що досягається шляхом застосування певного правила політики.

Автор монетарного правила також вважає, що при недостатньому розвитку ринку довгострокових цінних паперів, монетарній владі необхідно буде реагувати (через монетарне правило) більш швидко та у більших масштабах оскільки короткострокові ставки повинні здійснити основний вплив на економічні процеси. Якщо ефект очікувань, що реалізується через строкову структуру є слабким, тоді доцільно активізувати вплив центрального банку на короткострокові ставки фінансового ринку. Тобто у монетарних правилах, які будуть розроблятися для країн що розвиваються, коефіцієнти (які визначають величину реакції короткострокових ставок на зміни у розривах інфляції та реального ВВП) повинні бути більшими ніж для монетарних правил у розвинених країнах.

Остання проблема впровадження монетарного правила у країнах що розвиваються, полягає у визначенні способу врахування обмінного курсу при розробці та застосуванні правила політики. Тейлор підкреслює, що при повністю фіксованому режимі валютного курсу не має потреби у впровадженні монетарного правила оскільки порядок застосування інструментів монетарної політики не визначається чинниками національної економіки. Іншими словами, при застосуванні режиму жорстко фіксованого валютного курсу, основний вплив на прийняття рішень центральним банком щодо застосування інструментів монетарної політики здійснюють фактори, що визначають динаміку та структуру попиту на валютному ринку країни. У свою чергу, на попит та пропозицію валюти на національному ринку переважно впливають фактори, що генеруються поза межами національної економіки.

Однак, навіть при реалізації більш гнучкого підходу до формування обмінного курсу, даний параметр у більшій мірі впливає на економічні процеси у країнах що розвиваються ніж у розвинених країнах. Як відомо, обмінний курс є частиною трансмісійного механізму у даних країнах та активно використовується при формуванні монетарної політики. Зокрема, даний



показник визначає динаміку чистого експорту, детермінує вплив цінової динаміки у закордонних країнах на внутрішні ціни, а також здійснює вплив на процентні ставки через ринки капіталу. Дане твердження у значній мірі відповідає структурі трансмісійного механізму України.

Джон Тейлор зазначає [196], що не враховував обмінний курс при розробці правила монетарної політики оскільки результати моделювання макроекономічних процесів у США показали погіршення динаміки реального ВВП при істотній реакції центральних банків на динаміку обмінного курсу. Він підкреслює що для інших економік, перш за все відкритих малих економік, скоріш за все доцільно враховувати обмінний курс при розробці монетарного правила.

Дана теза була підтверджена роботами інших дослідників. Наприклад, Лоренс Бол (Laurence Ball) у своїй роботі [204] довів ефективність застосування обмінного курсу у правилі Тейлора (Додаток А). Інші дослідники, що займались моделюванням застосування правила Тейлора для відкритих економік отримали схожі результати [205, 206].

Таким чином, нами досліджено підходи щодо впровадження правила Тейлора у країнах що розвиваються, які сформульовані автором даного правила. Узагальнюючи їх зміст визначимо ключові напрямки адаптації даного монетарного правила: 1) можливе використання грошових агрегатів як альтернативи процентним ставкам; 2) не доцільність механічного слідування монетарному правилу; 3) необхідність впровадження режиму інфляційного таргетування; 4) доцільність підвищення коефіцієнтів (що визначають величину реакції інструментів монетарної політики); 5) необхідність введення у правило (для малих відкритих економік) показника обмінного курсу. Дослідження зазначених напрямків адаптації монетарних правил, у контексті розробки правила монетарної політики для України, буде проведено у наступних підрозділах даного розділу роботи. У даному підрозділі зосередимось на вивченні окремих способів практичної реалізації зазначених вище пропозицій, що були запропоновані іншими закордонними дослідниками.

Розглянуте вище правило монетарної політики розроблене враховуючи специфіку розвинених країн з малою відкритою економікою та апробоване на даних економіки Канади, Нової Зеландії та Швеції. У роботі Петерса Амоса (Peters Amos), наводиться структурна динамічна модель малої відкритої економіки [217]. Дана модель сформована з урахуванням особливостей функціонування країн що розвиваються (зокрема враховуючи обмеженість режимів плаваючих курсів) та застосовувалась для аналізу економіки наступних країн: Південна Африка, Мексика, Індонезія та Тайланд. У даній моделі монетарна політика представлена модифікованим правилом Тейлора (Додаток А):

Розробці монетарних правил із прогнозним рівнем інфляції присвячена робота представників Федеральної резервної системи США [219]. Тестуючи різні модифікації монетарних правила на п'яти макроекономічних моделях дослідники прийшли до висновку, що оптимальне правило повинно включати однорічний прогноз інфляції, поточний розрив ВВП та істотний рівень інерції прийняття рішень у межах монетарної політики.

У даному підрозділі роботи нами розглянуто ключові методичні аспекти формування монетарних правил, що повинні бути враховані при розробці правил монетарної політики у пострадянських країнах з малою відкритою економікою, зокрема в Україні. Потрібно підкреслити, що дослідниками розроблено набагато більше правил монетарної політики ніж розглянуто нами [212, 213]. Дані правила переважно розроблялись протягом останніх 20 років і більшість із них є певними модифікаціями правила Тейлора (Додаток А).

Джон Тейлор у лекції [220] з нагоди вручення йому нагороди Адама Сміта зазначив, що результати аналізу динаміки ключових процентних ставок центральних банків найбільших світових економік (США, Німеччини, Великобританії та Японії) засвідчують істотне зменшення відхилень даних ставок від ставок розрахованих за правилом Тейлора. Дані результати доцільно розглянути у розрізі 3-х етапів: з 1970 по 1980 рр. – наявність істотних відхилень, що досягали 20% (переважно у бік перевищення фактичних ставок

над ставками розрахованими за правилом Тейлора); з 1981 по 1995 – середні відхилення у межах 7-8% (переважно у бік зниження фактичних ставок у порівнянні зі ставками розрахованими за правилом Тейлора); з 1996 по 2005 рр. – відхилення були симетричними і переважно коливалось у межах $\pm 2\%$ від ставок розрахованих за правилом Тейлора, причому динаміка фактичних ставок стала більш стабільною та прогнозованою.

Також Джон Тейлор також підкреслює доцільність проведення наукових досліджень пов'язаних із впровадженням монетарних правил у країнах що розвиваються [220]. Він підкреслив, що монетарні правила можуть бути особливо корисними для впровадження режиму інфляційного таргетування. Джон Тейлор також використовував принципи, на основі будуються монетарні правила, для аналізу причин та наслідків останньої світової фінансової кризи [221].

Для підвищення об'єктивності дослідження закордонного досвіду застосування правил монетарної політики доцільно проаналізувати проблемні аспекти їх розробки та використання. Критичні погляди практиків та науковців щодо доцільності застосування монетарних правил узагальнено у статті Вільяма Ван Ліра (William Van Lear) [222]. Спочатку автор наводить перелік загальних застережень щодо використання правил: нівелюють роль професійних суджень при прийнятті рішень щодо параметрів політики; ґрунтуються на допущенні, що на момент формування правил можна достовірно передбачити (спрогнозувати) розвиток макроекономічних процесів; можливість появи нових економічних проблем та обставин, що не були відомі раніше; історичні успіхи дискреційних заходів монетарної політики у США. Також до загальних недоліків застосування монетарних правил автор відносить: надлишкову зосередженість ФРС на стримуванні інфляції, яка може призвести до підвищення ставок та зниження ліквідності банків, що у свою чергу призведе до розгортання фінансової кризи; деякі правила є занадто простими для вирішення складних політико-економічних проблем; маніпуляції центробанків короткостроковими ставками можуть призвести до

необґрунтованого перерозподілу економічних вигод серед окремих груп суб'єктів економічних відносин; відсутність відповідного громадського контролю (через процедуру виборів) за діяльністю монетарних органів влади.

Опрацювавши ряд публікацій західних науковців, Вільяма Ван Ліра також виділяє п'ять концептуальних (глибинних) недоліків пов'язаних із розробкою та застосуванням монетарних правил [222]:

1. не достатня обґрунтованість концепції «натурального (рівноважного) рівня безробіття» на якій ґрунтується розрахунок рівноважних макроекономічних параметрів (інфляція, ВВП), що використовуються у правилах політики;
2. не достатньо повне та послідовне врахування розробниками монетарних правил класичних теорій, що розкривають механізм функціонування ринку праці;
3. необґрунтованість тези щодо відсутності довгострокових та короткострокових зворотних зв'язків між безробіттям та рівнем інфляції (практичні дослідження доводять можливість високого рівня безробіття та відносної стабільності цін);
4. дискусійний характер концепції раціональних очікувань, деякі дослідники зазначають, що у тих випадках коли очікування можуть бути виміряні вони не є раціональними;
5. ряд дослідників вважають, що центральні банки не можуть повністю контролювати пропозицію грошей в економіці, даний показник переважно перебуває під впливом: попиту на кредити приватного сектора, рівня активності бізнесу та банківського кредитування; дані твердження покладені в основу концепції «ендогенних грошей», яка стверджує що більш доцільно розглядати грошову масу, як ендогенну величину, що переважно визначається самою економікою (а не задається екзогенно центральними банками).

На нашу думку, концепція «монетарних правил», як і будь-яка економічна концепція, що ґрунтується на врахуванні певних стійких взаємозв'язків між

макроекономічними параметрами для вирішення поточних економічних проблем, має ряд недоліків. Дані недоліки переважно зумовлені нестійким характером соціально-економічних відносин та мало прогнозованою, на макроекономічному рівні, поведінкою економічних агентів. Однак, ми вважаємо, що дві ключові тези на підтримку монетарних правил нівелюють більшість із наведених вище недоліків. По-перше, усі розробники монетарних правил, зокрема Джон Тейлор, застерігають від їх механічного використання та акцентують на доцільності їх застосування поряд із іншими інструментами (експертні судження, моделювання і т.д.) підтримки рішень монетарних органів влади. По-друге, на даний момент не існує теоретично обґрунтованої та емпірично підтвердженої альтернативи монетарним правилам. Дана теза набуває особливого значення при використанні режиму інфляційного таргетування.

Для підтвердження практичного значення монетарних правил розглянемо декілька робіт аналітиків Банку Канади [225, 226]. Представники департаменту монетарного та фінансового аналізу центрального банку Канади зазначають, що прості монетарні правила є більш ефективними ніж складні. До простих вони відносять правила, що дозволяють монетарним органам визначати рівень короткострокової процентної ставки як функції від не значної кількості змінних (у більшості випадків трьох або чотирьох), що визначаються у той же часовий період коли формується монетарна політика [225]. З іншого боку, складні правила ґрунтуються на використанні значної кількості змінних, деякі з яких повинні прогнозуватись у моделях. Автори зазначають, що наведене розуміння простих правил виключає можливість віднесення до даної групи правил, які передбачають застосування прогнозів інфляції оскільки для визначення прогнозних значень необхідно використовувати економіко-математичні моделі.

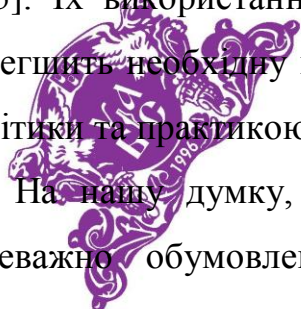
На думку представників центрального банку Канади, прості правила переважно представлені правилом Тейлора та різними його модифікаціями. У

роботі [225] вони наводять монетарне правило, що застосовувалось у кварталній прогностній моделі даного центрального банку (Додаток А).

Узагальнюючи результати дослідження закордонного досвіду розробки та застосування монетарних правил наведемо висновки представника ФРС щодо ефективності застосування правила Тейлора та різних його модифікацій [215]. Дані висновки, із певними допущеннями, будуть також справедливі для усіх інших монетарних правил. На думку автора, основна проблема практичного застосування центральними банками монетарних правил пов'язана із вимірюванням та прогнозуванням параметрів даних правил. Дане твердження особливо актуальне при використанні у правилах прогнозованого рівня інфляції. Не дивлячись на дану проблему, можна виділити декілька напрямків за якими застосування монетарних правил, розроблених на основі класичного правила Тейлора, є корисним: хороший стабілізаційний вплив даних правил, що пов'язаний із активною реакцією на інфляційні процеси; використання правил для узагальнення інформації про реальні господарські процеси.

Високий рівень узагальнення та простий характер взаємозв'язків у монетарних правилах не дає підстави їх вважати точними інструментами монетарної політики. Однак, мета розробки даних правил скоріше полягає у формулюванні простого принципу у відповідності до якого поточні заходи монетарної політики можуть перевірятись на предмет уникнення помилок, що були відомі із ретроспективного (історичного) аналізу. Таким чином, монетарні правила розроблені на основі класичного правила Тейлора пропонують простий і прозорий підхід для обговорення ефективності грошово-кредитної політики [215]. Їх використання як платформи для обговорення монетарної політики полегшить необхідну конвергенцію між науковими дослідженнями монетарної політики та практикою монетарного регулювання.

На нашу думку, інтенсифікація процесу розробки монетарних правил, переважно обумовлена все більшим поширенням режиму інфляційного таргетування у практичній діяльності як центральних банків економічно розвинених країн, так і центральних банків країн що розвиваються. У 2010-



2011 рр. в Україні також формально завершився процес впровадження режиму інфляційного таргетування, що актуалізує наукову проблему розробки монетарного правила.

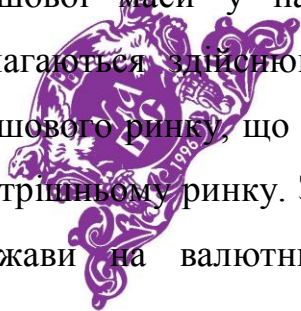
Необхідно підкреслити, що усі монетарні правила ґрунтуються на використанні рівноважних макроекономічних показників, до яких можна віднести: довгострокову рівноважну процентну ставку, рівноважний рівень реального ВВП, що дозволяє підтримувати повну зайнятість, цільовий орієнтир інфляції. Таким чином, монетарні правила є ключовим елементом механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці. Вони дозволяють центральним банкам, через інструменти монетарної політики, впливати на формування рівноваги грошового ринку, а далі (через комерційні банки та їх клієнтів) сприяти забезпеченню макроекономічної рівноваги та рівноваги платіжного балансу.

4.3 Інфляційне таргетування як ключова передумова розробки монетарних правил

Як зазначалось у попередньому підрозділі роботи, автор найбільш відомого правила монетарної політики Джон Тейлор визначає п'ять основних проблем вирішення яких дасть можливість застосовувати правила монетарної політики у країнах з ринком, що формується: впровадження інфляційного таргетування; значення обмінного курсу при формуванні монетарного правила; вибір інструментів для монетарного правила (відсоткова ставка або монетарні агрегати); рівень формалізації правила; врахування розвитку ринку довгострокових боргових цінних паперів [196]. На нашу думку, перші дві проблеми визначають методологію розробки монетарних правил, тоді як останні три – переважно стосуються методичних аспектів розробки правил монетарної політики.

Таким чином, пропонуємо спочатку розглянути проблему впровадження інфляційного таргетування в Україні, а також дослідити поточний режим валютного курсоутворення у контексті формування монетарних правил. Потрібно підкреслити, що питання впровадження інфляційного таргетування та рівень гнучкості режиму курсоутворення необхідно досліджувати у взаємозв'язку. На нашу думку, вивчення даних питань зводиться до аналізу поточних характеристик монетарного режиму в Україні. До основних монетарних режимів можна віднести: таргетування монетарних агрегатів, таргетування валютного курсу, дуальний режим (передбачає орієнтацію як на цінову стабільність так і на зростання економіки), інфляційне таргетування. Крім того можливий варіант застосування перехідних монетарних режимів, а також ситуативне застосування інструментів монетарної політики без визначення чітких цілей та пріоритетів. Дослідження ключових параметрів монетарного режиму України дозволить зробити висновок щодо доцільності розробки правила монетарної політики для національної економіки, а також (у разі підтвердження доцільності) сформулювати методологічну основу для практичного вирішення даного завдання.

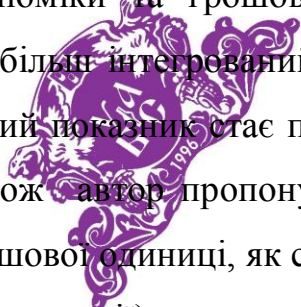
Як зазначалось у попередньому підрозділі дослідження, правило монетарної політики доцільно впроваджувати за умови визначення основною ціллю грошово-кредитної політики інфляційних орієнтирів. Дана теза обумовлюється наступними міркуваннями: будь-яке правило монетарної політики призначене для визначення рівноважних значень ставок у національній валюті або для визначення рівноважних темпів зростання грошової маси у національній валюті. Таким чином, монетарні органи намагаються здійснювати регулятивний вплив на параметри національного грошового ринку, що дозволять їм підтримувати стабільну цінову динаміку на внутрішньому ринку. З іншого боку, при визначальному регулятивному впливі держави на валютний ринок та режим курсоутворення, впровадження монетарного правила є не доцільним оскільки порядок застосування



інструментів монетарної політики не визначатиметься чинниками національної економіки.

Активне обговорення проблеми доцільності впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні розпочалось понад десять років тому, коли національна економіка вийшла на траєкторію зростання та відбулась певна стабілізація макроекономічних параметрів. Зокрема, Національним банком України протягом 2002-2004 рр. було проведено декілька конференцій на яких авторитетні науковці, представники центральних органів влади та міжнародних організацій обговорювали стратегічні орієнтири монетарної політики.

Наприклад, професор Гриценко А.А. (бувчий керівник експертно-аналітичного центру Ради НБУ) у своєму дослідженні, ще десять років тому, ставив правомірне питання щодо розуміння змісту основної функції НБУ, яка визначена статтею 99 Конституції України як «забезпечення стабільності грошової одиниці держави» [229]. Дане питання було частково розв'язане лише у липні 2010 року шляхом внесення змін до статті 6 закону України «Про Національний банк України», які детально аналізуватимуться нами нижче. На думку автора, категорія «стабільності грошової одиниці» повинна розглядатись з точки зору методології сумісно-розділеного таргетування. Тобто основною ціллю визначається досягнення стабільності грошової одиниці, яка у залежності від поточних умов, може передбачати таргетування інфляції або валютного курсу. Він також зазначає, що інфляція здійснює безпосередній вплив на усі інші макроекономічні показники, тому вона повинна бути пріоритетною ціллю грошово-кредитної політики. На думку Гриценко А.А., в умовах збалансування економіки та грошово-кредитної сфери доцільно таргетувати інфляцію як найбільш інтегрований показник. Однак, при нестабільності валютного курсу, даний показник стає пріоритетним і підлягає першочерговому урівноваженню. Також автор пропонує розраховувати показник стабільності (нестабільності) грошової одиниці, як середньозважене значення інфляції (дефляції), девальвації (ревальвації) та динаміки процентних ставок за кредитами. Вагою зазначених



показників повинні виступати відповідно роздрібний товарообіг, обсяг продажі валюти та обсяг виданих кредитів у структурі грошових потоків.

Представник Банку Англії Джилл Хеммонд у свої доповіді розкрив методичні підходи до визначення цільових орієнтирів інфляції [230]. Він зазначає, що єдиного загальноприйнятого визначення поняття «інфляційне таргетування» не існує, однак найбільш повним є визначення сформульоване Б. Бернанке [231]. У даному визначенні вказується на дві ключові ознаки інфляційного таргетування: 1) факт офіційного оголошення кількісних орієнтирів щодо рівня інфляції на один чи більше горизонти планування; 2) офіційне визнання цільових орієнтирів інфляції кінцевою метою монетарної політики.

Джилл Хеммонд зазначає, що у 1990 році Резервний банк Нової Зеландії був єдиним центральним банком, що проводив політику інфляційного таргетування, однак станом на квітень 2002 року вже 20 центральних банків застосовували дану політику. За цей же період кількість банків, що встановлювали кількісні цільові орієнтири інфляції зростає майже у 10 разів з 6 до 59 [230]. Автор підкреслює, що в умовах стабільної економіки оптимальним є низький, але не нульовий рівень інфляції. Наприклад, основною ціллю Європейського центрального банку (ЄЦБ) є підтримка річних темпів росту гармонізованого індексу споживчих цін (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)), як основного індикатора інфляції, на рівні що наближається (але не перевищує) 2% [232].

Також у своїй роботі представник банку Англії, з позиції міжнародного досвіду, досліджує практичні аспекти впровадження інфляційного таргетування. По-перше, яким чином встановлювати інфляційний орієнтир: як окреме значення, чи у формі відповідного діапазону показників? По-друге, яким чином розраховувати та прогнозувати рівень інфляції? По-третє, на який горизонт прогнозування встановлювати інфляційний орієнтир? По-четверте, які необхідні передумови для впровадження інфляційного таргетування. На нашу думку, дана робота містить ряд цінних рекомендацій врахування яких

дозволить забезпечити прийнятну ефективність впровадження інфляційного таргетування.

Проблемам визначення інфляційних орієнтирів також була присвячена доповідь представника Інституту економічного прогнозування НАН України С.О. Корабліна [233]. Автор зазначає, що природний рівень інфляції (відображає мінімальну інфляцію, за якої досягається повна зайнятість в економіці та виробляється потенційний ВВП) переважно визначається рівнем ефективності функціонування економічних інститутів, який оцінюється через розподіл виробничих ресурсів. За його оцінками, для України природний рівень інфляції у 2002 році становив близько 10%. У роботі наголошується, що при формуванні довгострокової дезінфляційної політики у країнах, які розвиваються, необхідно насамперед орієнтуватись не на фактичний рівень інфляції, а на підвищення ефективності наступних економічних інститутів: зниження підприємницьких ризиків та витрат, підвищення мобільності факторів виробництва, реалізацію принципів досконалої конкуренції і т.д.

Таким чином, ми проаналізували декілька наукових робіт авторитетних вчених, у яких ще десять років тому піднімались проблеми пов'язані із впровадженням інфляційного таргетування в Україні. Більшість із даних проблем не вирішені у повній мірі і на даний момент. Підкреслимо, що необхідність впровадження інфляційного таргетування офіційно визнавалась Національним банком України ще у 2001 році. Наприклад, у Основних засади грошово-кредитної політики на 2002 рік (схвалені рішенням Ради Національного банку України від 14 вересня 2001 року № 24), зазначалось, що НБУ поступово формуватиме умови для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики.

Проблема впровадження інфляційного таргетування постійно була однією із ключових тем для обговорення у колі фахівців з монетарної політики. Наприклад, на конференції щодо монетарної політики в умовах економічного зростання (проводилась у 2004 Національним банком та Інститутом

економічного прогнозування НАН України) було зроблено ряд цікавих доповідей щодо можливостей та передумов впровадження в Україні інфляційного таргетування [235, 236, 237, 238]. Не зважаючи на перманентні теоретичні дискусії щодо даної проблеми у яких приймали активну участь як представники органів влади, так і наукової спільноти, до 2010 року не вносились принципові зміни до законодавства для впровадження інфляційного таргетування в Україні.

У липні 2010 року були прийняті зміни до закону України «Про Національний банк України», які на законодавчому рівні дозволили сформулювати достатні передумови для впровадження інфляційного таргетування. Даним змінам передували публічні консультації щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності. Матеріал, який пропонувався для публічної дискусії у межах зазначеної проблеми був сформований групою аналізу політики Національного банку України та викладений у так званій «Зеленій книзі» [239]. Після публічного обговорення потенційних напрямків та можливих альтернатив розв'язання проблем викладених у Зеленій книзі; було сформульовано пропозиції щодо конкретних заходів спрямованих на зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності, які були опубліковані у так званій «Білій книзі» [239]. Проаналізуємо зміст даного документу оскільки у ньому досить чітко та обгрунтовано визначались напрямки подальшого реформування монетарної політики в Україні.

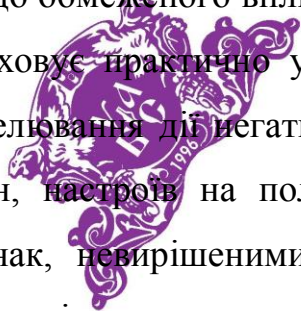
Автори зазначають, що проблема обмеженого впливу НБУ на цінову стабільність виникає внаслідок дії трьох груп чинників, кожна з яких включає від двох до чотирьох складових:

1. вплив політичних змін, настроїв на політику НБУ:
 - 1.1 відсутність критеріїв призначення та нечіткість окремих критеріїв звільнення Голови НБУ, а також співпадання строків каденцій Президента України, ВРУ та Голови НБУ;
 - 1.2 формування Ради НБУ переважно з політиків та нечіткість розмежування повноважень Ради та Правління НБУ;

- 1.3 відсутність критеріїв призначення, звільнення членів Правління НБУ та його кількісного складу;
 - 1.4 визначення для НБУ плану з авансового (щоквартального) перерахування прибутку до Держбюджету.
2. нечіткість цілей монетарної політики:
- 2.1 відсутність чітко визначеної цілі монетарної політики;
 - 2.2 короткостроковий горизонт планування монетарної політики.
3. недосконала система комунікацій НБУ з Урядом і суспільством:
- 3.1 відсутність ефективної співпраці Уряду та НБУ з установлення цільових орієнтирів з інфляції, розподілу відповідальності за їх досягнення;
 - 3.2 використання НБУ під час формування й проведення монетарної політики урядових необґрунтованих прогнозів;
 - 3.3 дефіцит роз'яснень суспільству політики НБУ та її наслідків.

Зазначені вище чинники, які істотно обмежували вплив НБУ на цінову стабільність, досить об'єктивно та всебічно обґрунтовані у Білій книзі [239]. На думку авторів даного документу негативний вплив більшості, із наведених вище чинників, можна нівелювати шляхом внесення змін до закону України «Про Національний банк України» від 20.05.1999 року [124]. Пропонуємо розглянути порівняльний аналіз проекту змін до закону запропонованих авторами Білої книги у 2008 році та фактичні зміни до закону від липня 2010 року (таблиця 4.1).

Аналіз змісту таблиці 4.1 дає підстави вважати, що зміни від 09.07.2010 року були переважно спрямовані на вирішення розглянутих вище проблем щодо обмеженого впливу НБУ на цінову стабільність. Поточна редакція закону враховує практично усі ключові пропозиції викладені у «Білій книзі» щодо нівелювання дії негативних чинників перших двох груп: 1) вплив політичних змін, настроїв на політику НБУ; 2) нечіткість цілей монетарної політики. Однак, невирішеними залишаються проблеми пов'язані з третьою групою чинників: недосконала система комунікацій НБУ з Урядом і суспільством. Одним із фактів, що підтверджує існування проблем у даній сфері, є не



опублікування Національним банком України Основних засади грошово-кредитної політики на 2011 рік, а також на 2012 рік.

Таблиця 4.1

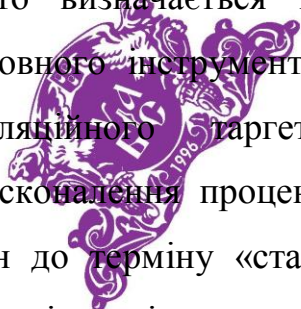
Зміни до закону України «Про Національний банк України» щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності

Стаття закону	Проект змін від 2008 року	Фактичні зміни від 09.07.2010 року	Рівень врахування проекту
Стаття 6	Визначення цілі монетарної політики як забезпечення цінової стабільності	пріоритетність підтримки цінової стабільності при реалізації основної функції НБУ.	повне
Стаття 18	Встановлення кваліфікаційних вимог до кандидатів на посаду Голови НБУ (фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація, відсутність конфлікту інтересів і т.д.) та продовження терміну перебування Голови НБУ на посаді до семи років.	Голови НБУ призначається на посаду строком на сім років. Встановлено кваліфікаційні вимоги до кандидатів на посаду Голови НБУ: фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація; відсутність прямого чи опосередкованого зв'язку із бізнесом, припинення членства у політичних партіях.	повне
Стаття 18	Виключення із зазначеного закону положень, які припускають можливість звільнення Голови НБУ за політичними мотивами	Виключено положення щодо , звільнення Голови НБУ за: 1) поданням Президента України в межах його конституційних повноважень, 2) внаслідок відставки за власною заявою з політичних причин.	повне
Стаття 16	Кількість членів Правління НБУ повинна становити дев'ять осіб. Встановлення кваліфікаційних вимог до членів Правління НБУ та визначення підстав їх звільнення	Правління НБУ складається з одинадцяти осіб	часткове
Стаття 10	Встановлення кваліфікаційних вимог до членів Ради НБУ (фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація, неналежність до політичних партій і т.д.) уточнення підстав звільнення з посади	Встановлено кваліфікаційних вимоги до членів Ради НБУ та уточнено підстави їх звільнення з посади. Зокрема зазначається, що особа не може бути членом Ради НБУ, якщо вона має представницький мандат або є керівником органу державної влади чи членом керівних органів політичної партії.	повне
Статті 9, 13, 15	Розмежувати функції Ради НБУ та Правління НБУ, а також скасування права відкладального вето Ради НБУ щодо рішень Правління НБУ.	Частково розмежовано функції Ради НБУ та Правління НБУ, а також скасовано право відкладального вето Ради НБУ щодо рішень Правління.	часткове
Стаття 24	Внесення змін щодо розробки Основних засад грошово-кредитної політики на середньостроковий термін (3 роки). При розробці Основних засад ГКИ доцільно використовувати макроекономічні прогнози та оцінки НБУ	Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності НБУ у середньостроковій перспективі. При розробленні Основних засад використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України.	часткове
Стаття 5	Відміну авансового (щоквартального) перерахування прибутку НБУ до Держбюджету	Внесено зміни до статті 5 та введено у дію статтю 5-1.	повне

Джерело: сформовано автором на основі [124; 239]

На нашу думку, крім розглянутих вище статей, безпосередній вплив на застосування положень закону України «Про Національний банк України» має зміст термінів що використовуються у даному законі та визначаються статтею 1. Проаналізуємо напрямки уточнення визначень тих термінів та понять, що безпосередньо впливають на впровадження інфляційного таргетування в Україні. По-перше, звужено визначення терміну «грошово-кредитна політика» шляхом уточнення цілі даної політики: виключне спрямування на забезпечення стабільності грошової одиниці України. До внесення змін цільова функція грошово-кредитної політики також включала: регулювання економічного зростання, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу. Таким чином, законодавчо уточнено основну сферу відповідальності центрального банку та визначено пріоритети у розробки грошово-кредитної політики.

По-друге, уточнено термін «облікова ставка Національного банку України» у напрямку зміщення акцентів від технічної ролі облікової ставки, як плати, що береться за рефінансування комерційних банків шляхом купівлі векселів до настання строку платежу (попередня редакція закону); до трактування облікової ставки як орієнтиру для банків та інших суб'єктів господарювання щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів (поточна редакція закону). Уточнення даного терміну сприятиме подальшому удосконаленню процентної політики НБУ, у напрямку підвищення дієвості облікової ставки, як ключового індикатора монетарної політики центрального банку. Потрібно зазначити, що у більшості розвинених країн світу базова процентна ставка, яка часто визначається із використанням монетарних правил, відіграє роль основного інструменту монетарної політики в умовах застосування режиму інфляційного таргетування. Наші передбачення щодо подальшого удосконалення процентної політики НБУ також підтверджуються внесенням змін до терміну «ставка рефінансування Національного банку України». У відповідності до попередньої редакції закону, під даними ставками розуміли лише облікову та ломбардну ставки НБУ. У поточній редакції дане обмеження



відсутнє, що дає підстави прогнозувати подальше розширення переліку відсоткових інструментів монетарної політики НБУ.

По-третє, найбільш важливим, у контексті нашого дослідження, є уточнення поняття «цінова стабільність». У попередній редакції закону зазначалось, що дане поняття означає забезпечення стабільності цін шляхом регулювання курсу гривні. У поточній редакції цінова стабільність – це забезпечення стабільних та низьких темпів інфляції, які визначаються індексом споживчих цін, на середньостроковому часовому горизонті (3-5 років). Розглянуті зміни змісту поняття «цінова стабільність» опосередковано вказують на зміну пріоритетів монетарної політики у напрямку визначення ключовим орієнтиром діяльності НБУ досягнення цільових середньострокових рівнів інфляції.

Дана теза повністю підтверджується змістом нової редакції статті 6 закону України «Про Національний банк України». Потрібно підкреслити, що у попередній та поточній редакціях даної статті наявне твердження, що основною функцією НБУ, у відповідності до Конституції України, є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Однак трактування даної функції у межах статті 6 закону кардинально змінилось. Якщо раніше вказувалось, що на виконання даної функції НБУ повинен забезпечувати стабільність банківської системи, та у межах своїх повноважень сприяти досягненню цінової стабільності. То після змін внесених у 2010 році, чітко визначається пріоритетність підтримки цінової стабільності при реалізації основної функції Національного банку. Стабільність банківської системи визначається цілком другого рівня (після цінової стабільності), а підтримка стійких темпів економічного зростання цілком третього рівня.

Таким чином, прийняття розглянутих вище змін юридично закріпило перехід до режиму інфляційного таргетування. Даний висновок підтверджується тезами доповіді професора Єпіфанова А.О. [240]. У своїй роботі він аналізує останні зміни до закону України «Про Національний банк України» та робить висновок щодо формальної відповідності нової редакції

даного закону режиму інфляційного таргетування. Потрібно підкреслити, що проект ключових змін до закону був оприлюднений у «Білій книзі» ще у першій половині 2008 року, однак економічна криза та чергові вибори президента спричинили затримку на два роки у формальному впровадженні режиму інфляційного таргетування.

Зазначимо, що внесення розглянутих вище змін до закону України «Про Національний банк України» у значній мірі обумовлювалось необхідністю виконання рекомендацій МВФ щодо посилення незалежності та підзвітності НБУ для отримання подальших кредитів даної міжнародної організації. У листі до МВФ від 16.07.2010 року за підписом Прем'єр-міністра України, Міністра фінансів та Голови Національного банку був оформлений запит щодо затвердження для України кредитної програми «Стенд-бай» у сумі 10 млрд. СПЗ на період з липня 2010 року по грудень 2012 року [241].

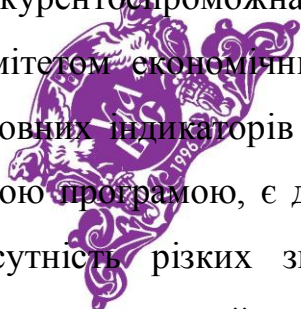
У додатку до даного листа наведено Меморандум про економічну та фінансову політику (МЕФП), який містить опис основних заходів які зобов'язується здійснити Україна у контексті співробітництва з МВФ. Зокрема, у пункті 16 МЕФП [241] зазначається, що у відповідності до рекомендацій МВФ буде введено у дію зміни до Закону «Про НБУ» які передбачатимуть: визначення чіткої ієрархії цілей НБУ, зокрема встановлення, що при виконанні своєї основної функції НБУ має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі; посилення автономії НБУ з метою забезпечення ефективності монетарної політики; посилення фінансової автономії та прозорості НБУ відповідно до оптимальної міжнародної практики.

Крім того, у МЕФП міститься ряд положень, які чітко вказують на прийняття Україною зобов'язання перед МВФ поступово впроваджувати режим інфляційного таргетування. У відповідності до пункту 14 даного документу, основною метою монетарної політики визначається утримання рівня базової інфляції в межах однозначних показників за результатами 2010 року і зниження загального ІСЦ до рівня не вище 5 відсотків у середньостроковій перспективі [241]. Також зазначається, що в міру того, як

відновлюватиметься національна фінансова система та механізми трансмісії стануть більш зрілими – монетарна політика України більш чітко орієнтуватиметься на переважне використання процентної ставки в якості основного інструмента монетарної політики та забезпечення гнучкості обмінного курсу.

Остання теза деталізується у пункті 18 меморандуму. Зазначається, що стратегія інтервенцій сприятиме більшій гнучкості обмінного курсу із одночасним поступовим відновленням адекватного рівня міжнародних резервів по мірі покращення ринкових умов. Для цього передбачається реалізовувати наступні заходи: продовжувати встановлення офіційного обмінний курс на рівні середнього значення курсу на міжбанківському ринку за попередній день з відхиленням, яке не перевищує 2 відсотки; скасування ряду валютних обмежень, що відносяться до компетенції Фонду; відміна практики існування кількох паралельних обмінних курсів; зменшення та оптимізація інших регуляторних обмежень, що здійснюють вплив на операції на валютному ринку; сприяння розвитку ринку форвардних валютних операцій.

Враховуючи факт схвалення 28 липня 2010 року Радою Директорів МВФ програми «Стенд-бай» для України на загальну суму 15,15 млрд. доларів США, розглянуті вище зобов'язання України щодо формування більш динамічної монетарної політики з орієнтацією на внутрішню цінову стабільність та впровадження режиму гнучкого валютного курсу, отримали статус офіційних орієнтирів державної економічної політики. Дана теза підтверджується змістом Програми економічних реформ на 2011 – 2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”, яка розроблена Комітетом економічних реформ при Президентові України [242]. Одним із основних індикаторів успішного розвитку фінансового сектору, які визначені даною програмою, є досягнення рівня інфляції 5 – 6% до 2014 року, а також відсутність різких змін курсу гривні протягом 2011-2014 років. Такий середньостроковий орієнтир грошово-кредитної політики повністю узгоджується із зобов'язанням України, узятим у межах програми “Стенд-бай”.



Цільові середньострокові орієнтири основних макроекономічних показників для України деталізовані у запиті щодо затвердженні програми «Стенд-бай», який був підготовлений співробітниками МВФ та оприлюднений на офіційному сайті даної організації (таблиця 4.2) [243]. Проаналізувавши зміст даної таблиці можна зробити висновок, що національні органи державної влади та МВФ орієнтуються на утримання індексу споживчих цін у межах 10% за результатами 2011 та 2012 років. Також передбачається різке зменшення темпів інфляції (більше ніж на третину) за результатами 2013 року та подальше утримання даного показника на рівні 5%, що відповідає цільовому орієнтиру закріпленому у Меморандум про економічну та фінансову політику.

Таблиця 4.2

Індикатори розвитку економіки України на 2010-2015 рр.

Показник	період					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ріст реального ВВП	3,7	4,3	4,8	4,5	4,3	4,0
Рівень безробіття	8,8	7,9	7,4	7,1	6,9	6,6
ІСЦ (на кінець періоду)	12,0	9,2	9,0	5,9	5,0	5,0
Сальдо поточного рахунку (у відсотках від ВВП)	-0,7	-1,8	-2,6	-2,8	-3,0	-3,1

Джерело: [243], інформація органів влади України, індикатори розвитку світової економіки, оцінки та прогнози персоналу МВФ

У лютому 2011 року на офіційному сайті МВФ були опубліковані результати першого перегляду виконання угоди «Стенд-бай» між Україною та МВФ [244]. Представники МВФ ще раз наголосили на необхідності, по мірі подолання негативних наслідків фінансової кризи, впровадження більш гнучкого режиму обмінного курсу та доцільності послідовного впровадження заходів антиінфляційної політики. Причому вказується на безпосередній взаємозв'язок та взаємну обумовленість зазначених вище цілей.

Узагальнюючи результати дослідження офіційних документів, можна зробити висновок щодо націленості органів державної влади на впровадження монетарної політики спрямованої на досягнення цінової стабільності та підвищення гнучкості обмінного курсу. Однак, детальне вивчення хронології

прийняття документів та дослідження їх змісту дає підстави стверджувати, що реформування монетарної політики не проводиться у межах цілісної, узгодженої, науково обґрунтованої та публічної концепції. Розглянуті зміни переважно обумовлювались політичною доцільністю та необхідністю отримання кредитів Міжнародного Валютного Фонду.

Таким чином, необхідно проаналізувати показники, які б засвідчили рівень практичної ефективності реформування монетарної політики України. На нашу думку, індикаторами позитивного впливу змін грошово-кредитної політики, у контексті впровадження інфляційного таргетування та лібералізації курсоутворення, можуть бути: досягнення цільових показників інфляції; збільшення волатильності обмінного курсу та зменшення волатильності індексів споживчих цін; зменшення обсягів валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку; зменшення рівня інфляційних очікувань суб'єктів господарювання.

Спочатку проаналізуємо досягнення цільових показників інфляції за результатами 2010 року та оцінимо ймовірність їх досягнення за результатами 2011 року (таблиця 4.3).

Таблиця 4.3

Цільові та фактичні показники інфляції в Україні

Показник	Цільові орієнтири		Фактичні значення	
	2010	2011	2010	2011
ІСЦ	12,0	9,2	9,1	4,6
БІСЦ	однозначні показники	7,9	7,9	6,9

Джерело: [153], [243]

Як видно із таблиці 4.3, значення індексу споживчих цін (ІСЦ) за результатами 2010 року було істотно менше ніж прогнозувалось у документах МВФ. За результатами 2011 року фактичне значення ІСЦ у два рази менше ніж цільовий орієнтир. Значення базового індексу споживчих цін (БІСЦ) протягом

досліджуваного періоду також перебували у межах цільових орієнтирів. Хоча відхилення фактичних показників БІСЦ від цільових орієнтирів було значно меншим ніж для показника ІСЦ. У цілому, за даним критерієм, розглянуті вище зміни щодо впровадження монетарного режиму, який ґрунтується на цільовій стабільності можна оцінити позитивно.

Далі проаналізуємо волатильність обмінного курсу та індексів споживчих цін. Використовуючи дані офіційного сайту НБУ [153] проаналізуємо динаміку наступних показників: середньомісячний обмінний курс гривні до долара США, щомісячні значення ІСЦ у розрахунку до грудня попереднього року, щомісячні значення БІСЦ у розрахунку до грудня попереднього року (рис. 4.2).

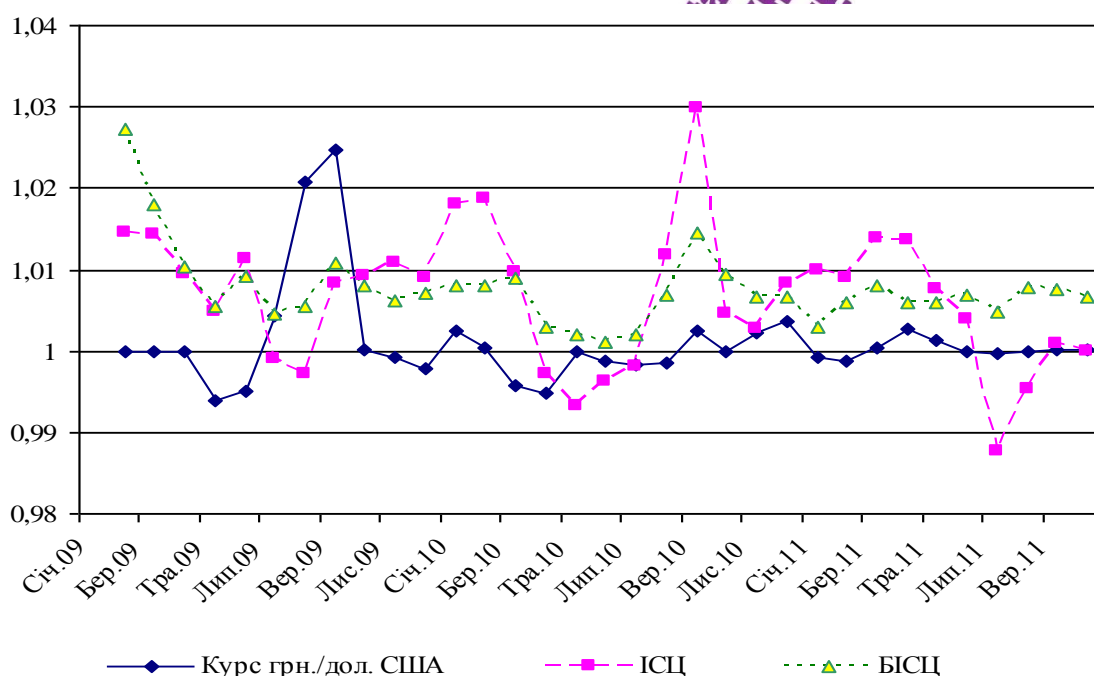


Рис. 4.2. Місячні коефіцієнти росту обмінного курсу та індексу споживчих цін в Україні у 2009-2011 рр. (сформовано автором на основі даних [153])

Для представлення даних у порівняльному вигляді, усі показники наведені у ланцюгових місячних коефіцієнтах росту (для січня кожного року коефіцієнт росту індексу споживчих цін розраховано по відношенню до 100%). Проаналізувавши дані наведені на рисунку 4.2 можна зробити висновок щодо більшої стабільності обмінного курсу гривні у порівнянні із індексом споживчих цін протягом періоду, що досліджувався. Після внесення

проаналізованих вище змін до закону України «Про Національний банк України» у липні 2010 року волатильність обмінного курсу зменшилась на 30%, а волатильність індексу споживчих цін на 17% (табл. 4.4). Зменшення волатильності даних показників переважно обумовлювалось поступовим відновленням макроекономічної стабільності у 2010-2011 роках. Зазначимо, що показники волатильності розраховані для трьох періодів – увесь період дослідження (33 місяці), 15 місяців до внесення змін до закону «Про НБУ» (липень 2010 року), та 15 місяців після внесення змін до закону «Про НБУ». Таким чином, після внесення змін до закону стабільність обмінного курсу зростає у два рази більше ніж стабільність індексу споживчих цін. Зазначимо, що для більш об'єктивного аналізу мінливості курсів та індексів інфляції ми розраховували показники волатильності на основі коефіцієнтів приросту взятих за модулем.

Таблиця 4.4

Порівняльний аналіз стабільності показників інфляції та обмінного курсу до та після змін до закону «Про НБУ»

Показник	за весь період			до внесення змін до закону "Про НБУ" квітень 2009 – червень 2010			після внесення змін до закону "Про НБУ" серпень 2010 – жовтень 2011		
	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ
Середнє значення	0,00289	0,01301	0,01312	0,00513	0,01344	0,01415	0,00111	0,01313	0,01156
Дисперсія	0,00003	0,00036	0,00051	0,00005	0,00048	0,00085	0,00000	0,00032	0,00025
Середньо квадратичне відхилення	0,00533	0,01908	0,02265	0,00720	0,02182	0,02915	0,00109	0,01778	0,01588
Коефіцієнт варіації	184,1%	146,6%	172,7%	140,4%	162,3%	206,1%	97,5%	135,4%	137,3%

Джерело: власні розрахунки на основі [153]

Наведені результати аналізу свідчать, що Національний банк продовжує активно регулювати значення обмінного курсу. У науково-аналітичних матеріалах представників центру наукових досліджень НБУ міститься детальний аналіз закордонного досвіду впровадження різних режимів курсоутворення, а також визначено етапи лібералізації валютного

курсоутворення в Україні [264, с. 96-99]. Дослідивши зміст даних етапів можна зробити висновок, що Україна повністю не реалізувала навіть заходи передбачені першим етапом лібералізації режиму курсоутворення. На даний момент діапазон коливань обмінного курсу гривні становить $\pm 2\%$. Отже, при наявності політичної волі та необхідних макроекономічних передумов, впровадження плаваючого валютного режиму із регулюванням є питанням середньострокової перспективи.

Проведені заходи щодо реформування монетарної політики, у контексті забезпечення цінової стабільності, не сприяли істотному зниженню волатильності індексу споживчих цін. Таким чином, за критерієм волатильності обмінного курсу та індексів споживчих цін практична ефективність реформи монетарної політики є низькою. Позитивно можна оцінити лише досить суттєве зменшення волатильності базового індексу споживчих цін. Однак, сам спосіб розрахунку базової інфляції передбачає визначення стійкої динаміки цін з виключенням короткострокових нерівномірних змін цін викликаних шоками пропозиції, сезонними факторами, а також адміністративним регулюванням тарифів та цін.

Для підтвердження наших висновків щодо не достатньої волатильності обмінного курсу гривні проаналізуємо динаміку основних вільноконвертованих валют за аналогічний період (рисунок 4.3).

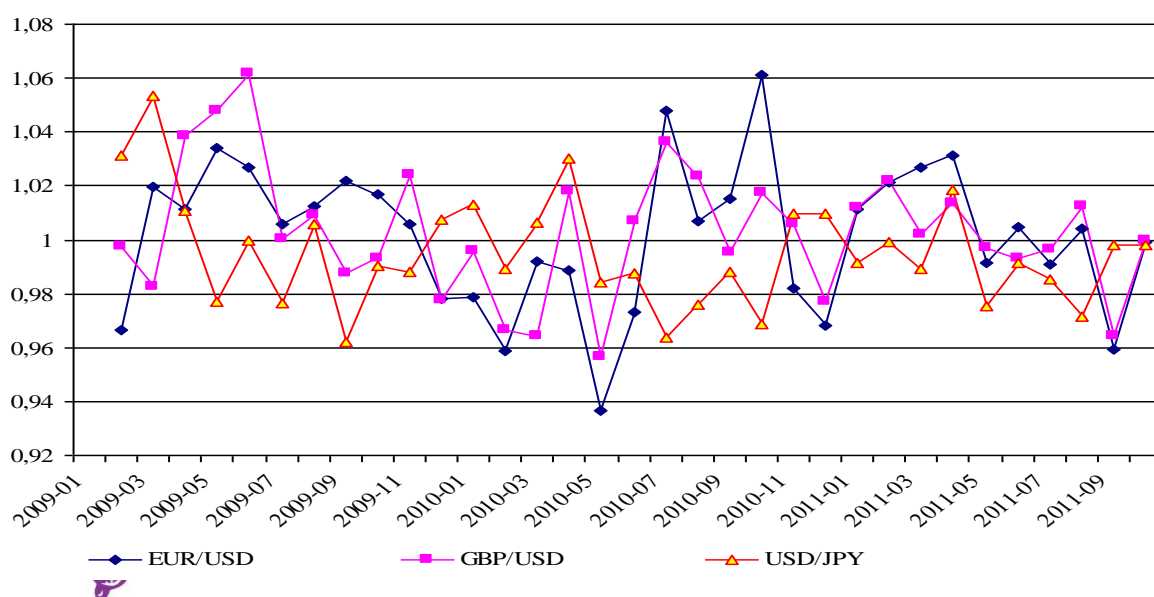


Рис. 4.3. Місячні коефіцієнти росту обмінного курсу основних валют протягом 2009-2011 років (сформовано автором на основі даних [245])

Для дослідження обрано валютні пари EUR/USD, GBP/USD та USD/JPY, за якими здійснюється переважний обсяг конверсійних операцій на міжнародних валютних ринках. Розрахунки ґрунтуються на статистичних даних, які розміщено на сайті Федеральної резервної системи [245].

За результатами аналізу даних наведених на рисунку 4.3 та у таблиці 4.5 можна зробити декілька висновків. По-перше, валютна пара EUR/USD коливалась більше ніж курс гривні до долару США. Інші валютні пари були менш вола тильними у порівнянні із курсом національної валюти, що на нашу думку переважно обумовлюється істотною девальвцією гривні в умовах світової фінансової кризи.

Таблиця 4.5

Аналіз волатильності динаміки обмінного курсу основних вільноконвертованих валют.

Показник	за весь період			квітень 2009 – червень 2010			серпень 2010 – жовтень 2011		
	EUR/USD	GBP/USD	USD/JPY	EUR/USD	GBP/USD	USD/JPY	EUR/USD	GBP/USD	USD/JPY
Середнє значення	0,05214	0,01841	0,01638	0,02195	0,02435	0,01463	0,08599	0,01237	0,01380
Дисперсія	0,02824	0,00024	0,00015	0,00022	0,00031	0,00009	0,05976	0,00010	0,00009
Середньо квадратичне відхилення	0,16805	0,01537	0,01210	0,01497	0,01772	0,00970	0,24445	0,00982	0,00936
Коефіцієнт варіації	322,3%	83,5%	73,0%	68,2%	72,8%	66,3%	284,3%	79,4%	67,8%

Джерело: власні розрахунки на основі [245]

По-друге, для вільноконвертованих валют характерні симетричні коливання навколо рівноважних значень (рис. 4.3). З іншого боку, для курсу гривні до долару США коливання мали менш симетричний характер, що обумовлюється істотним впливом Національного банку на курсову динаміку шляхом проведення валютних інтервенцій. Таким чином, фактична динаміка валютного курсу гривні протягом 2009-2011 років засвідчує істотний регулятивний вплив Національного банку України на курсоутворення.

Для порівняльного аналізу цінової динаміки в Україні та економічно розвинених країнах світу дослідимо показники інфляції США, Європейського

союзу, та країн Єврозони (рисунок 4.4). Розрахунки ґрунтуються на даних щодо гармонізованого індексу споживчих цін (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), які публікуються на сайті Євростату [246].

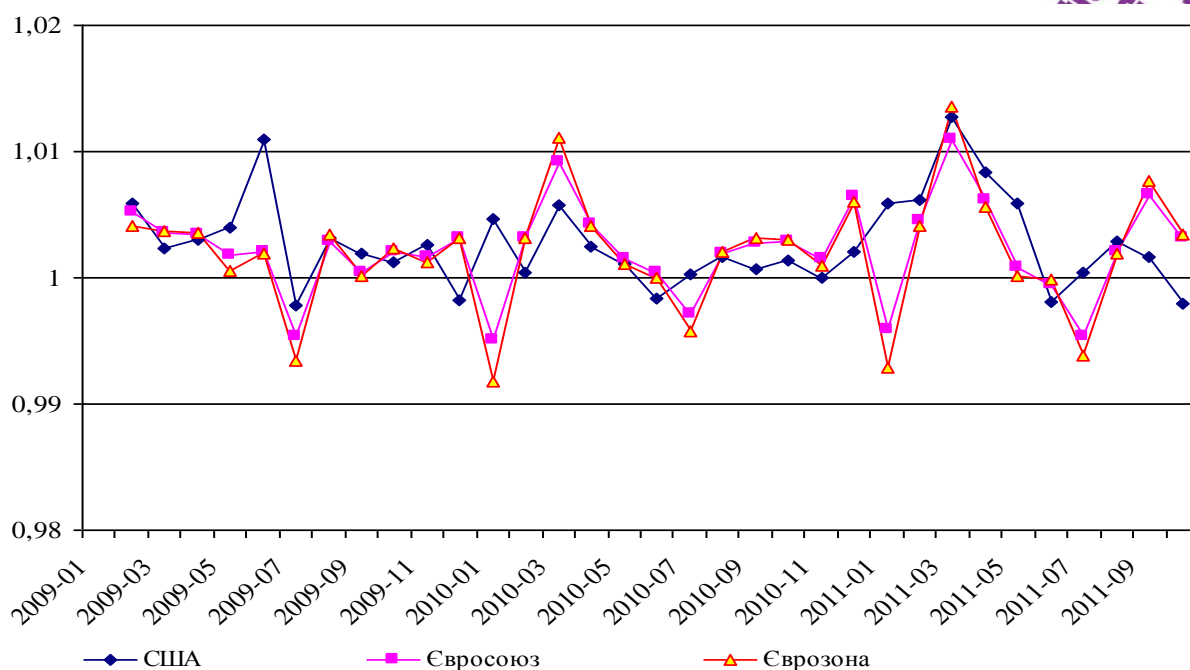


Рис. 4.4. Місячні коефіцієнти росту гармонізованого індексу споживчих цін (HICP) протягом 2009-2011 років (сформовано автором на основі даних [246])

Як зазначалось вище, Європейський центральний банк проводить класичну політику таргетування інфляції, визначаючи своїм основним цільовим орієнтиром забезпечення цінової стабільності. Під ціновою стабільністю розуміється досягнення щорічного росту значення індексу HICP на рівні нижчому ніж (але близькому до) 2%. Потрібно зазначити, що у відповідності до Маастриських критеріїв, країна може стати повноправним членом Євросоюзу та увійти до зони євро, якщо значення інфляції для її економіки не перевищують 1,5% від середнього значення інфляції у трьох країнах Єврозони із найнижчими показниками інфляції.

Цільова функція Федеральної резервної системи США формулюється більш широко ніж для Європейського центрального банку. Відповідно до основного нормативного документу, що регулює діяльність даного інституту (Federal Reserve Act, Section 2A) [247] цілями монетарної політики

визначаються: підтримання довгострокового росту монетарних агрегатів пропорційно довгостроковому економічному потенціалу для збільшення виробництва таким чином, щоб ефективно досягати цілей максимальної зайнятості, стійких цін, і помірних довгострокових процентних ставок. Федеральна резервна система не встановлює формальний цільовий рівень інфляції, але її керівництво вважає, що прийнятний річний темп росту інфляції складає близько 2% відсотків або дещо нижче [248]. Таким чином, формально США не реалізовує класичну політику інфляційного таргетування, однак фактично цільові орієнтири щодо інфляції у ФРС та ЄЦБ збігаються. Більшість центральних банків розвинених країн, які застосовують режим інфляційного таргетування, обирають інфляційні орієнтири у межах 1-3% [253], а центральні банки країн що розвиваються встановлюють цільові орієнтири інфляції у межах 3-5% [238].

Проаналізувавши дані рисунку 4.4 та зміст таблиці 4.6 можна зробити висновок, що волатильність показників інфляції у США та країнах Євросоюзу у середньому в 2 рази менша ніж волатильність ІСЦ в Україні. Причому цінова динаміка має більш симетричний характер: у більшості періодів значення коефіцієнтів росту цін коливалось у межах $\pm 0,1$.

Таблиця 4.6

Аналіз волатильності гармонізованого індексу споживчих цін (НІСР).

Показник	за весь період			квітень 2009 – червень 2010			серпень 2010 – жовтень 2011		
	США	Євросоюз	Єврозона	США	Євросоюз	Єврозона	США	Євросоюз	Єврозона
Середнє значення	0,00331	0,00352	0,00386	0,00312	0,00303	0,00337	0,00358	0,00394	0,00432
Дисперсія	0,00001	0,00001	0,00001	0,00001	0,00000	0,00001	0,00001	0,00001	0,00001
Середньо квадратичне відхилення	0,00296	0,00236	0,00311	0,00250	0,00212	0,00301	0,00342	0,00266	0,00342
Коефіцієнт варіації	89,4%	67,0%	80,5%	80,2%	70,1%	89,3%	95,5%	67,4%	79,3%

Джерело: власні розрахунки на основі [246]

Підсумовуючи аналіз волатильності обмінного курсу та індексів споживчих цін в Україні, можна зробити висновок щодо не достатньо ефективного впливу з боку НБУ на стабільність цінової динаміки. З іншого

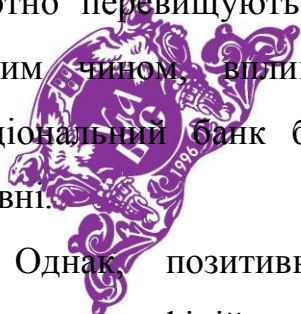
боку, Національний банк здійснює істотний регулятивний вплив на стабільність валютного курсу. Таким чином, реформування монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності, за даним критерієм, є не ефективним.

Наступним критерієм ефективності політики є зменшення обсягів валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку. Аналіз проводився на основі статистичних даних щодо функціонування валютного ринку, які публікуються на офіційному сайті НБУ [249]. На рисунку 4.5 наведено щомісячні показники сальдо інтервенцій НБУ (зі знаком «+» купівля центральним банком валюти, а зі знаком «-» - продаж). На лівій осі зазначено абсолютну величину сальдо інтервенцій, а на лівій частку інтервенцій у обсязі операцій з безготівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України (купівля та продаж у доларовому еквіваленті).

Проаналізувавши рисунок 4.5 можна зробити два основні висновки. По-перше, частка сальдо інтервенцій у структурі загального обсягу операцій з безготівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку (МВР) у другій половині 2010 та протягом 2011 року зменшилась. Однак, дана тенденція обумовлена збільшенням обсягу операцій на МВР та включенням у статистичні показники операцій Державної казначейської служби України.

По-друге, після внесення змін до закону України «Про НБУ» та підписання договору з МВФ у липні 2010 року, Національний банк не зменшив вплив на валютний ринок через здійснення валютних інтервенцій. Наприклад, у вересні та жовтні 2011 року від'ємне сальдо валютних інтервенцій становило близько 2 млрд. доларів США та 1,5 млрд. доларів США відповідно. Дані показники істотно перевищують середні обсяги інтервенцій за досліджуваний період. Таким чином, впливаючи через інтервенції на курс гривні на МВР Національний банк безпосередньо впливає на динаміку офіційного курсу гривні.

Однак позитивно можна оцінити факт формальної лібералізації визначення офіційного валютного курсу. Відповідно до пункту 3 положення «Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу



банківських металів» [259] офіційного курсу гривні до долара США визначається за середньозваженим курсом продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України, що склався за попередній робочий день, з можливим відхиленням $\pm 2\%$. Курси гривні до інших валют визначаються із врахуванням курсу гривні до долара США. Як зазначалось вище, даний підхід також закріплено Меморандумом з МВФ.

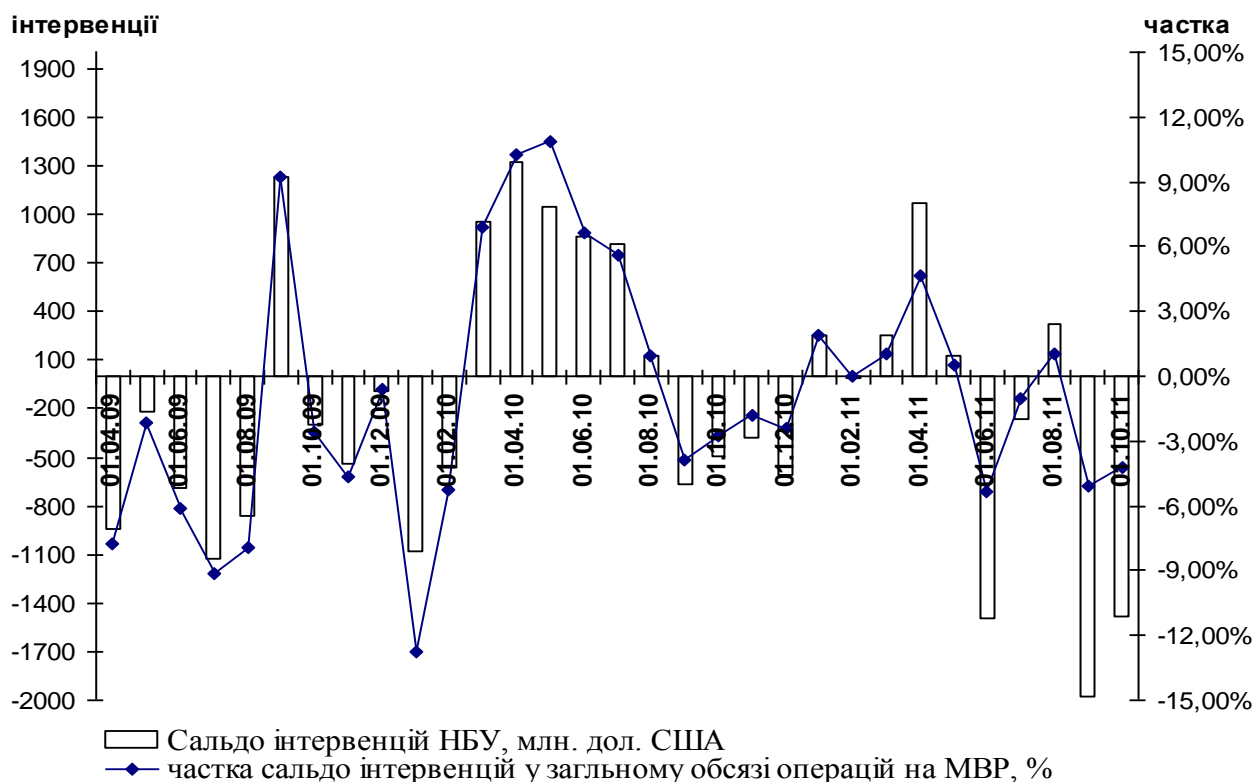


Рис. 4.5. Динаміка валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку у 2009–2011 рр. (сформовано автором на основі даних [249])

Потрібно зазначити, що поточний порядок курсоутворення діє з 30.04.2009 року коли постановою НБУ № 264 [260] були внесені зміни до положення «Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів». Принципові кроки щодо лібералізації порядку визначення офіційного курсу були зроблені НБУ в умовах загострення кризових явищ на валютному ринку України. На початку листопада 2008 року Правління НБУ прийняло постанову № 351 «Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та банківських металів» [261]. Відповідно до даного документу курс

гривні до долара США визначався на рівні курсу, установленого на міжбанківському валютному ринку України за результатами функціонування Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України Національного банку України, що склався за попередній робочий день. Потрібно підкреслити, що починаючи із 15.09.2004 р. (відповідно до постанови НБУ №438 [262]) до внесення зазначених вище змін, діяв непрозорий механізм визначення офіційного валютного курсу гривні до долара США. Даний курс визначався на підставі котирування валюти на міжбанківському валютному ринку та з урахуванням інформації про діючий офіційний курс НБУ і про проведені ним операції з купівлі-продажу іноземних валют 1-ї групи Класифікатора, а також відомостей про курсові та ценові зміни на світових фінансових та товарних ринках, інших показників, зміна яких може впливати на валютний ринок України [262]. Таким чином, починаючи з 2009 року офіційний курс встановлюється на основі тенденцій міжбанківського валютного ринку, що можна характеризувати як позитивну зміну у напрямку впровадження режиму плаваючого валютного курсу, що є передумовою впровадження режиму інфляційного таргетування.

Однак, відповідно до пункту 13 положення «Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів» Національний банк, у межах своїх повноважень щодо забезпечення стабільності гривні, може впливати на формування офіційного валютного курсу в результаті купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України [259].

Як слідує із наведених вище результатів аналізу, Національний банк активно використовує валютні інтервенції для впливу на валютний курс гривні. Потрібно підкреслити, що більшість східноєвропейських країн які впровадили монетарний режим інфляційного таргетування або взагалі відмовились від інтервенцій центрального банку на валютному ринку, або звели їх до мінімуму. Наприклад, центральний банк Польщі з 1999 року не проводить прямих або непрямих валютних інтервенцій, а центральний банк Чехії – з 2003 року [126, с.

229-237]. Угорщина та Словаччина запровадили широкий валютний коридор $\pm 15\%$ та мінімізували втручання центрального банку у функціонування валютного ринку.

Для підтвердження наших висновків щодо істотної керованості курсу гривні проведемо порівняльний аналіз динаміки курсу валют країн СНД та Східної Європи до долару США за результатами 2011 року (рис. 4.6). Як видно з рисунку, курс національної валюти України з початку 2011 року девальзував лише на 0,35%. Таким чином, гривня, поряд з туркменським манатом та казахським тенге, за результатом 2011 року стали найбільш стабільними валютами серед країн СНД та Східної Європи.

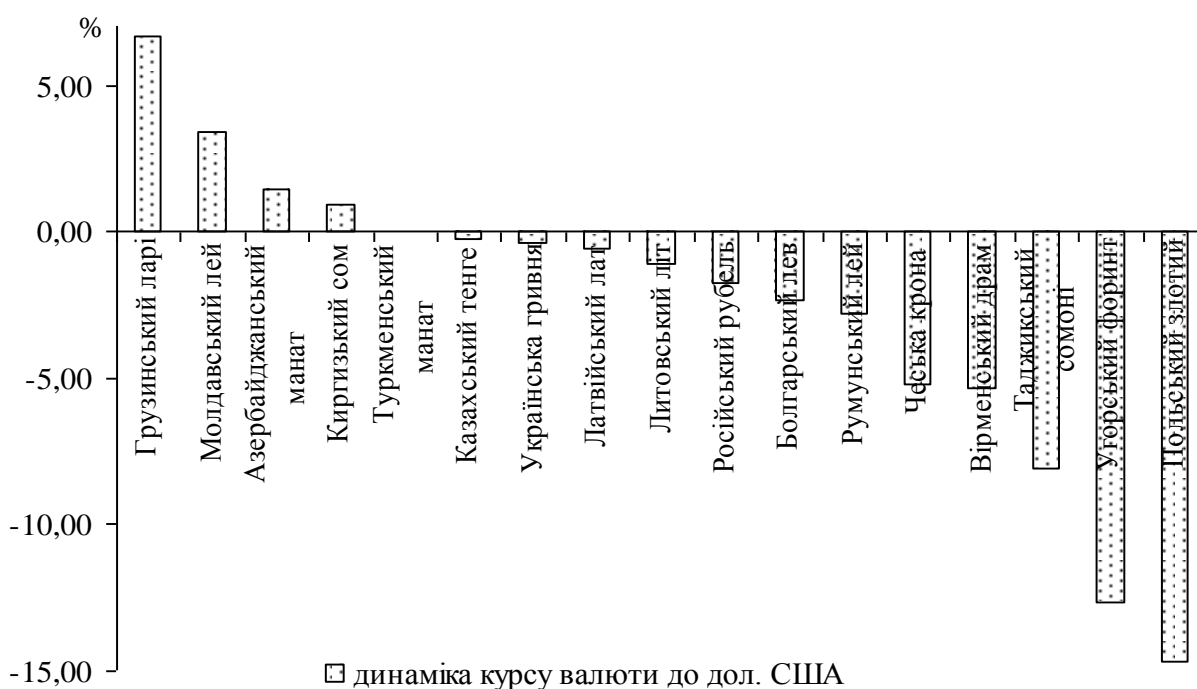


Рис. 4.6. Динаміка валют країн СНД та Східної Європи у 2011 році (сформовано автором на основі [284])

Керівник дослідницько-аналітичного центру компанії FOREX CLUB Микола Івченко зазначає [284], що дана ситуація визначається політикою НБУ, яка спрямована на підтримку стабільності національної валюти. Дана політика обумовлена позицією Національного банку, який вважає передчасним підвищення гнучкості гривні. Регулятор вважає, що населення та суб'єкти господарювання на даний час не готові до істотної лібералізації режиму

курсоутворення, як наслідок значні курсові коливання можуть спричинити нестабільність на грошовому ринку держави. З іншого боку, у країнах Східної Європи із гнучким режимом курсоутворення національні валюти істотно девальвували за результатами 2011 року: польський злотий на 14,7%, угорський форинт на 12,7%; чеська крона на 5,2%. Таким чином, ми підтвердили гіпотезу щодо істотного впливу Національного банку України на курсову динаміку гривні шляхом валютних інтервенцій.

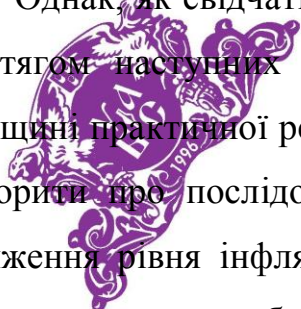
Останнім критерієм ефективності реформування режиму монетарної політики є зменшення рівня інфляційних очікувань суб'єктів господарювання. Починаючи з 2006 року Національний банк України, шляхом анкетування керівників суб'єктів господарювання, досліджує цілові очікування підприємств України. За результатами даних досліджень щоквартально оприлюднюються аналітичні звіти. Використовуючи аналітичний звіт за III квартал 2011 р. проаналізуємо інфляційні очікування суб'єктів господарювання [250].

У даному звіті наводиться динаміка очікувань щодо зростання споживчих цін в Україні у наступні 12 місяців. Проаналізуємо зміни у інфляційних очікуваннях після внесення змін до закону України «Про НБУ» та підписання договору з МВФ у липні 2010 року. За результатами III кв. 2010 року інфляційні очікування щодо зростання споживчих цін в Україні посилились: у III кварталі 2010 року очікувана середня інфляція на наступні 12 місяців становила 14,5% порівняно з прогнозованими в II кварталі 2010 року 11,8%. Протягом наступних трьох кварталів інфляційні очікування залишались високими, прогнозоване значення інфляції коливалося у межах 14,1%-14,5%. За результатами III кварталу 2011 р. інфляційні очікування суб'єктів господарювання незначно послабились і становили 13,6%. Таким чином, керівництво суб'єктів господарювання або ґрунтовно не знайоме із реформуванням монетарної політики НБУ у напрямку забезпечення цінової стабільності (недоліки комунікаційної політики НБУ), або не достатньо довіряє даним реформам.

Проаналізувавши показники ефективності реформування монетарної політики, у напрямку посилення орієнтації на цінову стабільність та лібералізації курсоутворення, складно сформулювати однозначні висновки. З одного боку, вдалось досягти цільових орієнтирів інфляції за результатами 2010 та 2011 років. З іншого боку, аналіз волатильності обмінного курсу, волатильності індексів споживчих цін, динаміки валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку та динаміки інфляційних очікувань суб'єктів господарювання засвідчує недостатню внутрішню узгодженість та ефективність реформування монетарної політики у напрямку запровадження інфляційного таргетування.

Таким чином, можна сформулювати наступні висновки щодо доцільності розробки правила монетарної політики для національної економіки. У липні 2010 року в Україні прийнято ряд змін до нормативних актів, які забезпечили достатні формально-юридичні умови для реформування монетарного режиму у напрямку впровадження інфляційного таргетування. Одним із ключових наслідків даної реформи було збільшення незалежності Національного банку України, що також вважається важливою передумовою впровадження інфляційного таргетування. Зокрема індекс незалежності центрального банку України, розрахований на основі методики запропонованої Віктором Козюком [251], (деякі показники були нами уточнені) до внесення змін до закону «Про НБУ» становив 12,5, а після внесення складав 19,5 (максимальне значення індексу становить 21). Тобто можна констатувати збільшення рівня незалежності НБУ приблизно у 1,5 рази.

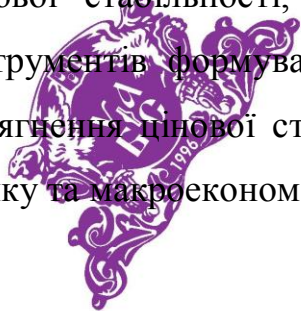
Однак, як свідчать наведені вище результати аналізу індикаторів політики, протягом наступних 15 місяців не відбулось суттєвих якісних зрушень у площині практичної реалізації монетарної політики НБУ, які давали б підстави говорити про послідовне впровадження режиму інфляційного таргетування. Зниження рівня інфляції у 2-й половині 2010 року та у 2011 році, на нашу думку, переважно обумовлено сприятливою макроекономічною кон'юктурою та адміністративним тиском органів влади на бізнес.



З іншого боку, у відповідності до Меморандуму з МВФ Україна взяла на себе зобов'язання продовжувати лібералізацію валютного ринку та підвищувати гнучкість режиму курсоутворення, а також посилювати орієнтацію грошово-кредитної політики НБУ на забезпечення цінової стабільності. Подібні цілі також передбачались основними засадами грошово-кредитної політики на 2010 рік [266]. Зазначимо, що НБУ здійснив ряд кроків спрямованих на лібералізацію валютного ринку, зокрема постановою Правління НБУ від 05.12.2011 р. затверджено порядок проведення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах "своп" [265].

Проблема впровадження інфляційного таргетування активно обговорюється представниками НБУ та науковцями понад 10 років [252, 253, 254]. За цей час Національний банк напрацював достатню методологічну базу та сформулював чітке бачення можливостей практичного застосування режиму інфляційного таргетування в Україні. Зокрема, ще у 2005 році регулятором було розроблено «План заходів з підготовки переходу до монетарного устрою, базованого на ціновій стабільності».

Враховуючи зазначене вище, ми вважаємо проблему розробки монетарного правила для України своєчасною та такою, що має практичне значення. На нашу думку, протягом перших років монетарне правило доцільно переважно використовувати, як додатковий інструмент аналізу ефективності монетарної політики та засіб підвищення якості комунікації регулятора із економічними агентами щодо рішень у сфері монетарної політики. З часом, після поступового посилення практичної орієнтації грошово-кредитної політики на забезпечення цінової стабільності, монетарне правило може стати одним із ключових інструментів формування та реалізації монетарної політики спрямованої на досягнення цінової стабільності на основі забезпечення рівноваги грошового ринку та макроекономічної рівноваги.



4.4 Формування методичних підходів до розробки експліцитного монетарного правила для економіки України

Дослідивши особливості впровадження інфляційного таргетування в Україні, як передумови розробки монетарного правила, пропонуємо проаналізувати методичні підходи щодо його формування. Структурно-логічна модель розробки монетарного правила наведена на рисунку 4.7. Як видно з рисунку, спочатку передбачається дослідження режиму монетарного устрою.

Директор департаменту економічного аналізу та прогнозування НБУ Олександр Петрик, у своїй доповіді [252, с. 2-3] виділив наступні основні режими монетарного устрою: монетарне таргетування, таргетування обмінного курсу, режим без чіткого визначення проміжної цілі та з підтриманням дуального мандату в довгостроковому періоді, інфляційне таргетування. Враховуючи результати досліджень закордонного досвіду розробки та застосування монетарних правил наведені у підрозділі 4.2 роботи, можна зробити висновок щодо доцільності повноцінного використання даного інструменту лише за умови впровадження режиму інфляційного таргетування.

На нашу думку, впровадження інших режимів монетарної політики (крім таргетування валютного курсу), при умові визначення однією із пріоритетних цілей монетарної політики досягнення цінової стабільності, також створює умови для обмеженого застосування монетарних правил. Показовим у даному контексті є досвід США. Як зазначалось вище, ціль монетарної політики ФРС формулюється досить широко: збільшення виробництва, досягнення максимальної зайнятості, забезпечення стійких цін, формування помірних довгострокових процентних ставок. З іншого боку, найбільш відоме монетарне правило було розроблено американським дослідником Джоном Тейлором на основі ретроспективного аналізу макроекономічних даних США. Таким чином, не зважаючи на те, що цінова стабільність є лише однією із цілей монетарної

політики США, дана країна має великий досвід розробки та застосування монетарних правил.

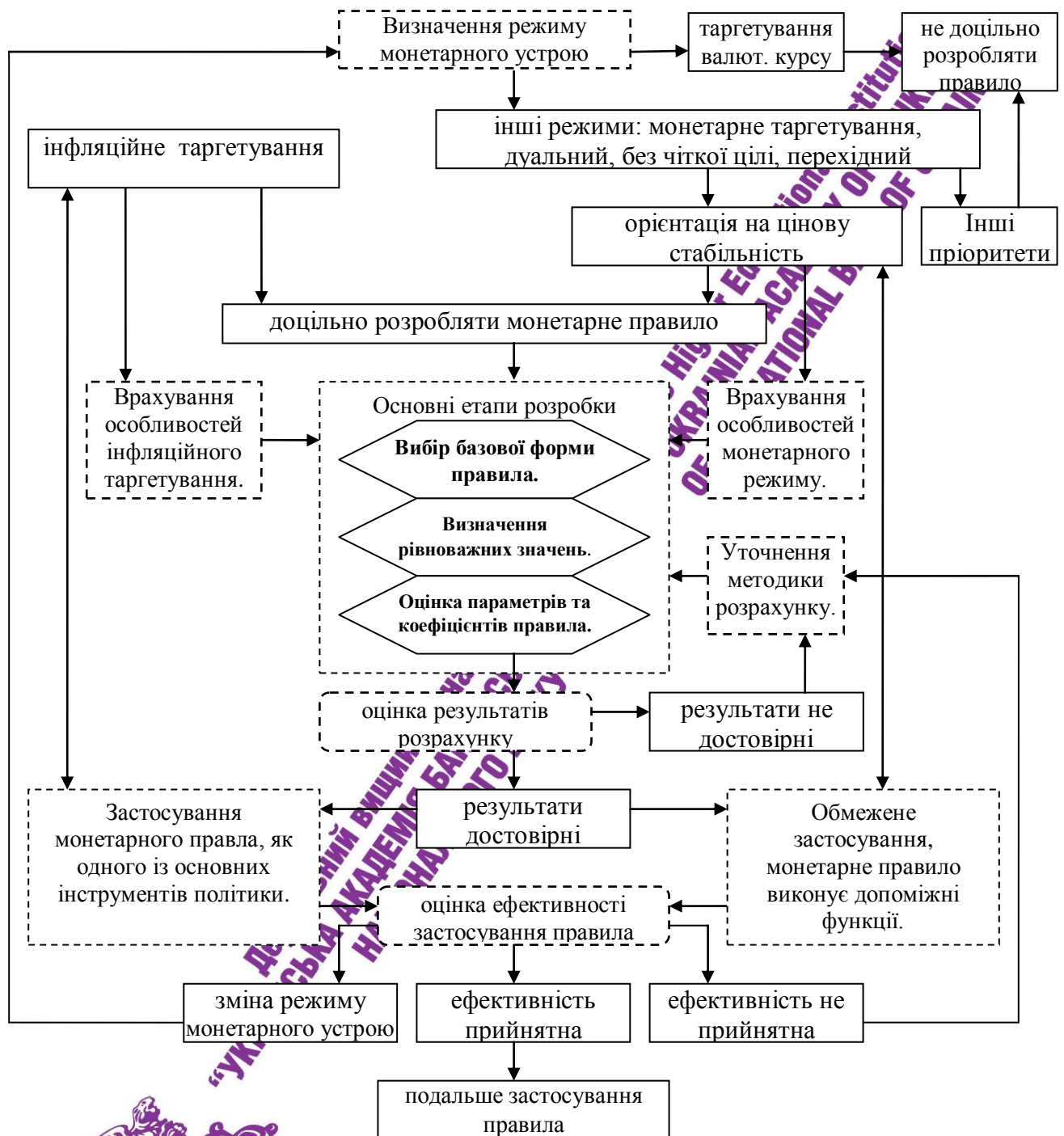


Рис. 4.7 Структурно-логічна модель розробки правила монетарної політики (власна розробка)

Враховуючи результати дослідження наведені у підрозділі 4.3 роботи, на даному етапі монетарний устрій України можна охарактеризувати, як «перехідний з орієнтацією на цінову стабільність». Тобто відбувається перехід

від таргетування валютного курсу до таргетування інфляції. Як зазначалось у попередньому підрозділі дисертаційної роботи, зміни до закону «Про НБУ» внесені у липні 2010 року та зміст проаналізованої вище угоди з МВФ засвідчують стратегічну орієнтацію України на забезпечення цінової стабільності. Таким чином, доцільно розробляти монетарне правило, однак, доки не буде повністю впроваджено режим інфляційного таргетування, воно матиме обмежену сферу застосування.

Як видно з рисунку 4.7, після підтвердження доцільності розробки монетарного правила переходимо до його безпосереднього формування. Нами виділено три ключові етапи розробки правила монетарної політики: 1) вибір базової форми правила; 2) визначення рівноважних значень параметрів, що включаються у правило; 3) оцінка параметрів та коефіцієнтів, що включені у правило. Далі пропонуємо ґрунтовно дослідити визначені етапи.

На нашу думку, реалізація першого етапу, пов'язаного з вибором базової форми монетарного правила, повинна здійснюватись на основі врахування результатів дослідження відповідного закордонного досвіду. При виборі базової форми правила для країн що розвиваються, необхідно враховувати рекомендації наведені у роботах Джона Тейлора: обґрунтування вибору інструментів для монетарного правила (відсоткова ставка або монетарні агрегати); визначення прийнятного рівня формалізації правила; врахування рівня розвитку ринку довгострокових боргових цінних паперів. Дані рекомендації досить детально проаналізовані у підрозділі 4.2 роботи. Потрібно підкреслити, що у процесі вибору базової форми монетарного правила також необхідно враховувати національні особливості функціонування грошового ринку, фінансової системи та реального сектору економіки.

На нашу думку, основною проблемою при визначенні базової форми монетарного правила є вибір ключового інструменту політики для якого розробляється правило. Результати вивчення міжнародного досвіду дають підстави для висновку щодо переважного застосування монетарних правил для визначення базової відсоткової ставки центрального банку. Однак, Джон Тейлор та інші закордонні науковці зазначають, що при недостатньо

ефективній роботі процентного каналу трансмісійного механізму монетарне правило може розроблятися для визначення рівноважної (оптимальної) динаміки грошових агрегатів.

Представники НБУ у своїх дослідженнях [44; 126; 263] постійно наголошують на недостатній ефективності процентного каналу трансмісійного механізму в Україні. Дана неефективність проявляється у відсутності реакції (або реакції зі значними лагами, що унеможливають ефективне застосування процентної політики) ставок оптових та роздрібних сегментів грошового ринку на зміну базових ставок НБУ. Працівники Центру наукових досліджень НБУ, за результатами аналізу функціонування процентного каналу трансмісійного механізму в умовах фінансової кризи, прийшли до висновку, що офіційні ставки НБУ (облікова та середньозважена за усіма інструментами рефінансування) не здійснюють значимого впливу на ставки міжбанківського ринку [263, с. 66]. Дослідники роблять висновок щодо наявності розриву у дії процентного каналу трансмісійного механізму в Україні уже на першій фазі передачі монетарного імпульсу. Також виявлено вплив зростання облікової ставки НБУ на зростання ставок за кредитами та депозитами із лагом більше 11 місяців. На нашу думку, даний лаг вводить навіть слабкий вплив базової ставки на динаміку ставок роздрібно-грошового ринку. За рік (величина лагу) на динаміку ставок впливає значна кількість різноманітних факторів (макроекономічних, політичних, соціальних, внутрішньобанківських і т.д.), як наслідок, вплив зміни базової ставки НБУ складно виокремити та практично не можливо використовувати для здійснення регулятивного впливу на вартість фінансових ресурсів.

Подібні висновки, за результатами дослідження функціонування процентного каналу у передкризовий період 2000-2007 років, також наводяться у монографії за редакцією Стельмаха В.С. [126, с. 224]. Зокрема, у даній роботі зазначається, що вплив облікової ставки НБУ, так як і інших процентних ставок, на ставки міжбанківського кредитного ринку є статистично незначущим. Отже, дослідники роблять висновок щодо обмежених можливостей Національного банку впливати на інфляцію через інструменти процентної політики.

Також дискусійним є саме питання щодо визначення базової ставки. У відповідності до проаналізованого у попередньому підрозділі роботи змісту терміну «облікова ставка Національного банку України» (стаття 1 закону «Про НБУ») роль базової ставки повинна виконувати облікова ставка НБУ. Однак, НБУ не проводить за даною ставкою переважного обсягу операцій рефінансування банків. Крім того, центральний банк досить рідко і у непрозорий спосіб змінює значення даної ставки. Таким чином, дана ставка, на поточний момент, не може бути орієнтиром монетарної політики.

Потрібно зазначити, що у 2009 році Національний банк прийняв ряд постанов, які сприяють підвищенню значення облікової ставки та дієвості процентної політики в цілому:

1. постановами Правління НБУ N 415 від 21.07.2009 р. та N 511 від 27.08.2009р. внесено зміни до положення «Про процентну політику Національного банку України» у напрямку посилення впливу облікової ставки на процентні ставки за іншими інструментами НБУ [129];
2. 30.04.2009 р. затверджено нове положення «Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» [130].
3. постановою Правління НБУ N 567 від 29.09.2009 р. введено плату (в розмірі 30% від облікової ставки) за залишками коштів обов'язкових резервів, що перераховані банками на окремий рахунок у НБУ.

Однак зазначені зміни істотно не підвищили ефективність застосування облікової ставки у якості базової ставки монетарної політики. Даний висновок підтверджується не достатньою кореляцією та значними спредами між обліковою ставкою та ставками міжбанківського кредитного ринку, а також ставками роздрібних ринків депозитів та кредитів. Крім того, НБУ не використовує дану ставку для безпосереднього рефінансування банків та рідко її змінює, що зніщує її регулятивний вплив на вартість грошей на основних сегментах грошового ринку. Як видно із таблиці 4.7, протягом січня-жовтня 2011 року значення даної ставки не змінювалось, крім того воно має низьку кореляцію з динамікою ставок за інструментами рефінансування. У якості базових можна розглядати інші ставки за операціями рефінансування НБУ: середньозважена ставка за усіма операціями, ставка за кредитами овернайт,

ставка за операціями репо. Однак, по-перше, дані ставки не мають відповідного (закріпленого юридично) статусу; а по-друге, операції за даними інструментами характеризуються низькою регулярністю (таблиця 4.7).

Таблиця 4.7
Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України у січні-жовтні 2011 року (% , річних)

Період	Облікова ставка НБУ	Середньозважена ставка за всіма інструментами	У тому числі		
			Кредити, надані шляхом проведення тендера	Кредити овернайт	Операції репо
січень	7,75	10,0	10,0	–	–
лютий	7,75	–	–	–	–
березень	7,75	–	–	–	–
квітень	7,75	9,8	–	9,8	–
травень	7,75	–	–	–	–
червень	7,75	9,3	–	–	9,3
липень	7,75	9,3	–	–	9,3
серпень	7,75	9,7	10,2	9,3	9,7
вересень	7,75	10,3	10,3	9,3	10,7
жовтень	7,75	12,3	12,6	9,9	12,4

Джерело: [153]

Таким чином, розробка монетарного правила для базової процентної ставки, на поточному етапі розвитку монетарної політики НБУ, видається не доцільною.

Потрібно зазначити, що у 2001 році було затверджено тимчасове положення «Про визначення Національним банком процентних ставок за своїми операціями» [256]. Пунктом 1.8 розділу II даного документу визначався порядок розрахунку Національним банком облікової ставки за допомогою класичного монетарного правила Тейлора (із незначною модифікацією), яке було детально проаналізовано нами у підрозділі 4.2 роботи. Як слідує зі статті бувшого керівника департаменту монетарної політики НБУ Наталії Гребінник [127], керівництво НБУ також розглядало дану формулу як правило Тейлора.

Однак, у 2001-2004 рр. були відсутні відповідні умови для впровадження монетарного режиму спрямованого на підтримку цінової стабільності. За

визнанням представників НБУ [252, с. 2-3], протягом вказаного періоду застосовувався режим керованого плаваючого курсу з прив'язкою до долару США. Як наслідок, монетарне правило не могло ефективно застосовуватись у межах даного монетарного режиму. Підтвердимо дану гіпотезу аналізом динаміки ставок грошового ринку протягом періоду дії монетарного правила (рисунок 4.8). На даному рисунку наведено динаміку основних процентних ставок грошового ринку України: облікової ставки НБУ; середньозваженої ставки НБУ за всіма інструментами рефінансування; середньозваженої ставки за всіма видами міжбанківських кредитів у національній валюті; середньозваженої ставки за кредитами, наданими у національній валюті.

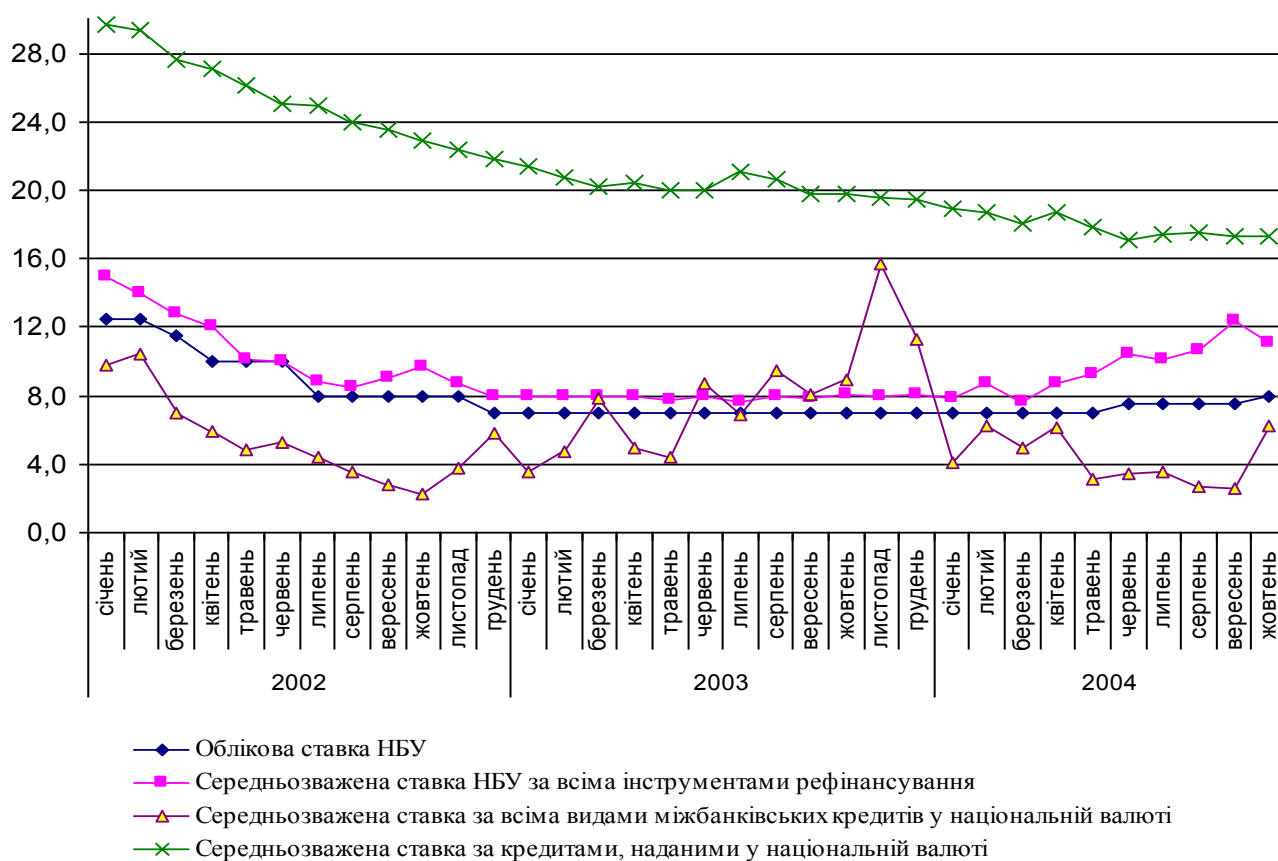


Рис. 4.8. Динаміка ставок грошового ринку протягом 2002-2004 років (сформовано автором на основі даних [153])

Як видно з рисунку, спостерігалась практично нульова ефективність застосування процентного правила політики. Протягом, 39 місяців дії даного правила облікова ставка НБУ змінювалась лише 9 разів, причому протягом

2002-2004 років лише 5 разів (протягом 2003 року взагалі не змінювалась). Рисунок ілюструє наявність значних спредів та різнонаправлену динаміку між обліковою ставкою та ставками міжбанківського ринку. Таким чином, протягом досліджуваного періоду (як і протягом послідуєчих років) спостерігався розрив у передачі монетарних імпульсів у межах процентного каналу трансмісійного механізму України. Як наслідок, процентна політика НБУ не справляла істотного впливу на динаміку ставок оптового та роздрібного сегментів грошового ринку.

Даний висновок підтверджується аналізом парних коефіцієнтів кореляції облікової ставки НБУ зі ставками грошового ринку у 2002-2004 роках. У таблиці 4.8 наведено результати кореляційного аналізу облікової ставки (факторна ознака) та інших ставок грошового ринку (результативні ознаки).

Таблиця 4.8

Парні коефіцієнти кореляції облікової ставки НБУ зі ставками грошового ринку у 2002-2004 роках¹

Врахування лагів для облікової ставки	Середньозважена ставка НБУ за всіма інструментами рефінансування	Середньозважена ставка за всіма видами міжбанківських кредитів у національній валюті	Середньозважена ставка за кредитами, наданими у національній валюті	Середньозважена ставка за депозитами, залученими у національній валюті
без лагу	0,85	0,16	0,86	0,57
лаг -1 місяць	0,89	0,15	0,83	0,60
лаг -2 місяці	0,93	0,14	0,80	0,63
лаг -3 місяці	0,91	0,15	0,75	0,67
лаг +1 місяць	0,74	0,04	0,87	0,41
лаг +2 місяці	0,59	-0,15	0,88	0,27
лаг +3 місяці	0,41	-0,23	0,88	0,20

¹Жирним шрифтом виділено коефіцієнти кореляції, що є значимими на рівні 0,05
Джерело: власні розрахунки на основі [153]

Аналіз також проводився з лагами ± 1 місяць, ± 2 місяці та ± 3 місяці відносно облікової ставки. Використання лагів із від'ємними значеннями означає, що ми вважаємо за доцільне перевірити гіпотезу про можливість зворотного впливу ставок грошового ринку на облікову ставку. Тобто облікова

ставка стає не факторною а результативною ознакою, хоча це суперечить постулатам монетарної теорії та чинному на той час монетарному правилу.

За результатами аналізу можна визначити тісноту зв'язку між обліковою ставкою та досліджуваними результативними ознаками:

1. зв'язок дуже сильний (значення коеф. кореляції перебуває у межах 0,90-0,99) спостерігався із середньозваженою ставкою НБУ за всіма інструментами рефінансування із лагами -2 та -3 місяці;
2. зв'язок сильний (коеф. кореляції 0,70-0,89) спостерігався: 2.1) із середньозваженою ставкою НБУ за всіма інструментами рефінансування із лагами -1 та +1 місяці, а також без лагу; 2.2) із середньозваженою ставкою за кредитами, наданими у національній валюті для усіх варіантів врахування лагу;
3. значний зв'язок (коеф. кореляції 0,50-0,69) спостерігався із середньозваженою ставка за депозитами залученими у національній валюті із від'ємними лагами, а також без лагу;
4. слабкий або практично відсутній зв'язок (коеф. кореляції 0-0,29) спостерігався із середньозваженою ставкою за всіма видами міжбанківських кредитів у національній валюті для усіх варіантів врахування лагу, причому даний зв'язок є статистично не значимим на рівні 0,05.

За результатами кореляційного аналізу можна зробити декілька висновків. По-перше, протягом досліджуваного періоду існував сильний зв'язок між обліковою ставкою та ставками рефінансування НБУ. Підкреслимо, що даний зв'язок істотно посилювався для від'ємних лагів та істотно послаблювався для додатних. Таким чином, можна зробити висновок, що значення облікової ставки змінювалось приблизно через два місяці після зміни ставок за операціями рефінансування. Тобто облікова ставка визначалась виходячи зі ставок рефінансування, що прямо суперечить концептуальним засадам застосування монетарних правил. Передбачається, що правило монетарної політики використовується для визначення базової ставки за якою центральний

банк проводить найбільший обсяг операцій і яка визначає динаміку усіх інших ставок грошового ринку. Тобто базова ставка повинна відігравати роль орієнтира, а не змінюватись постфактум.

По-друге, підтвердився висновок щодо існування розриву у передачі імпульсів у межах процентного каналу трансмісійного механізму: зміна облікової ставки ніяк не впливала (для усіх варіантів врахування лагів) на динаміку ставок міжбанківського ринку. По-третє, формально встановлено істотний вплив облікової ставки на вартість кредитів у національній валюті. Однак, враховуючи проаналізовані вище аспекти, можна зробити висновок що даний зв'язок обумовлюється загальноекономічними тенденціями щодо зниження ставок в умовах поступової стабілізації макроекономічного середовища протягом 2002-2004 років, а не впливом процентної політики НБУ. Дана теза підтверджується результатами дослідження формування вартості кредитів в Україні та впливу на неї облікової ставки, які були опубліковані представниками НБУ у 2004 році. За їх висновками до основних причин незначного впливу облікової ставки на ставки за банківськими кредитами можна віднести [128, с. 71]: збереження значних інфляційних очікувань, не значна залежність комерційних банків від рефінансування НБУ, низька ефективність діяльності банків.

Низьку ефективність розглянутого процентного правила підтверджує факт скасування тимчасового положення постановою НБУ N 389 від 18.08.2004 року [129]. Даною постановою було затверджене нове положення «Про процентну політику Національного банку України», однак у ньому розглянуте правило уже не використовувалось. Таким чином, облікова ставка та процентна політика НБУ мають мінімальні можливості впливу на ставки грошового ринку, та як наслідок, не відігравали істотної ролі при реалізації монетарної політики НБУ протягом 2001-2010 років.

Враховуючи зазначене вище, видається доцільним, на поточному етапі розвитку монетарної політики в Україні, розробляти монетарне правило для грошових агрегатів. Потрібно підкреслити, що у пункті 14 меморандуму

України з МВФ [241] зазначається, що помірі відновлення фінансової системи України та підвищення ефективності механізмів трансмісії монетарна політика поступово переорієнтовуватиметься на використання процентної ставки у якості основного інструменту монетарної політики. Таким чином, у середньостроковій перспективі можливо будуть сформовані передумови для розробки правила монетарної політики для базової ставки.

Дослідимо передумови розробки для України правила політики, яке визначатиме рівноважну динаміку монетарних агрегатів. Перш за все зазначимо, що пункт 15 меморандуму України з МВФ [241] передбачає моніторинг виконання програми з МВФ на основі цільових показників монетарних агрегатів визначених у додатках до меморандуму. У основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 рік [266] зазначалось, що передбачені програмою з МВФ цільові орієнтири щодо монетарної бази та чистих міжнародних резервів використовуватимуться як проміжні орієнтири грошово-кредитної політики. Відповідно до зазначених документів передбачалось встановлення цільового орієнтиру росту грошової бази на рівні 9-14% у 2010 році. Протягом 2002-2006 років Національний банк України, у Основних засадах грошово-кредитної політики, також встановлював цільові орієнтири щодо динаміки монетарної бази та грошової маси. Таким чином, НБУ перманентно використовує таргетування монетарних агрегатів як проміжний орієнтир для досягнення цільових показників щодо інфляції (стратегічний орієнтир). Розглянуті положення ключових документів, які визначають орієнтири грошово-кредитної політики НБУ на середньострокову перспективу, підтверджують доцільність розробки правила політики для монетарних агрегатів.

Зазначимо, що при будь-якому монетарному режимі проміжною ціллю монетарної політики переважно виступають грошові агрегати. Даний підхід ґрунтується на рівнянні обміну сформульованого Ірвінгом Фішером, яке відображає зв'язок між грошовою масою та швидкістю її обігу з одного боку та динамікою реального ВВП і ціновою динамікою з іншого. Таким чином, зв'язок

між грошовою масою та ціною динамікою вважається фундаментальним законом монетаризму і не потребує подальшого дослідження. На врахуванні даного зв'язку ґрунтується правило монетарної політики для грошових агрегатів запропоноване Бенетом МакКаламом та детально проаналізоване нами у підрозділі 4.2 роботи. Незважаючи на фундаментальний характер зв'язку між грошовою масою та рівнем цін у економіці існує багато чинників, що визначають силу, напрямок та форму даного зв'язку. До зазначених чинників можна перш за все віднести: рівень монетизації, швидкість обігу грошей, рівень доларизації, структура каналів емісії грошової маси, попит на гроші, частка готівки у структурі грошової маси і т.д. Розглянемо динаміку деяких показників, що впливають на параметри взаємозв'язку грошової маси та цінової динаміки (табл. 4.9).

Для оцінки монетизації, у відповідності до методики запропонованої Павлом Матвієнко [267], ми розраховували співвідношення агрегату М3 до номінального ВВП за відповідний рік. Швидкість обігу грошей в економіці оцінювалась у відповідності до підходу використаного у монографічному дослідженні професора Макаренка М.І. [36, с. 247]. За результатами розрахунку показників наведених у таблиці 4.9, а також аналізу їх динаміки протягом 2002-2010 років, нами визначено декілька важливих аспектів, що істотно впливають на зв'язок грошової маси та цінової динаміки.

По-перше, досліджено вплив показників, що забезпечили абсорбцію переважної частки зростання грошової маси протягом 2002-2006 років та обумовили істотне послаблення її впливу на цінову динаміку. У своєму дослідженні [268, с. 125] Олег Яременко (бувший заступник керівника експертно-аналітичного центру Ради НБУ з питань грошово-кредитної політики) розглядаючи особливості розвитку монетарних процесів протягом перших років виходу економіки України на стабільну траєкторію зростання (2001-2003 роки) наголошує на особливостях впливу росту грошової маси у 2003 році на цінову динаміку. За 2003 рік грошова маса (М3) зросла на 49%, що було одним із найбільших показників протягом 2001-2010 років (таблиця 4.9). З

іншого боку, ріст споживчих цін та дефлятор ВВП становили близько 108%, що є прийнятним рівнем для країн з перехідною економікою.

Таблиця 4.9

Основні показники, що визначають характер зв'язку між динамікою грошової маси та рівнем цін у економіці України

№ з/п	Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	грошовий агрегат МЗ на кінець періоду, млн. грн.	63896	95043	125801	194071	261063	396156	515727	487298	597872	685515
2	коэф. росту МЗ	-	1,49	1,32	1,54	1,35	1,52	1,30	0,94	1,23	1,15
3	грошовий агрегат МЗ середній за період, млн. грн.	54826	78917	113744	157616	218704	314474	451316	472678	537017	645322
4	швидкість обігу грошей (р.9/р.3)	4,12	3,39	3,03	2,80	2,49	2,29	2,10	1,93	2,02	2,04
5	коэф. росту швидкості обігу грошей	-	0,82	0,90	0,92	0,89	0,92	0,92	0,92	1,04	1,01
6	грошова база, млн. грн.	30808	40089	53763	82760	97214	141901	186671	194965	225692	239885
7	коэф. росту грошової бази	-	1,30	1,34	1,54	1,17	1,46	1,32	1,04	1,16	1,06
8	грошовий мультиплікатор (р.1/р.6)	2,07	2,37	2,34	2,34	2,69	2,79	2,76	2,50	2,65	2,86
9	номінальний ВВП, млн. грн.	225810	267344	345113	441452	544153	720 731	948 056	913 345	1082569	1316600
10	рівень монетизації, (р.1/р.9), %	28,3	35,6	36,5	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	55,2	52,1
11	коэф. росту монетизації	-	1,26	1,03	1,21	1,09	1,15	0,99	0,98	1,04	0,94
12	дефлятор ВВП, %	105,1	108,0	115,1	124,5	114,8	122,7	128,6	113,0	113,8	115,7
13	реальний ВВП, млн. грн.	214853	247541	299838	354580	474001	587393	737213	808270	951291	1137943
14	коэф. росту реального ВВП	-	1,10	1,12	1,03	1,07	1,08	1,02	0,85	1,04	1,05
15	індекс споживчих цін, %	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6
16	офіційні резервні активи, млн. дол. США	4469	6943	9714,78	19390,6	22358	32 479	31 543	26 505	34 576	31 795
17	коэф. росту офіційних резервів	-	1,55	1,40	2,00	1,15	1,45	0,97	0,84	1,30	0,92

Джерело: власні розрахунки на основі [153]

Дослідник наголошує, що дана ситуація пояснюється поглинанням переважного обсягу приросту грошової маси суб'єктами господарювання та фізичними особами, які утримались від її витрачання у звітному періоді. Зазначена тенденція проявилась у: зростанні рівня монетизації від 28,3% до 35,6%, істотному зменшенні швидкості обігу грошей (приблизно на 18%), а також у суттєвому зростанні інвестиції у основний капітал в наступному періоді (таблиця 4.9). На необхідності досягнення прийнятного рівня

монетизація економіки України, як фактору зростання інвестиційного потенціалу банківської системи, у своїй роботі також наголошує професор Леонов С.В. [269].

Крім того, частина приросту грошової маси була поглинена зростанням реального ВВП на 10%; і лише порівняно незначна частина емітованої грошової маси потрапила на товарні ринки і спричинила зростання цін на 8%. Таким чином, до основних компенсаторів зростання грошової маси, які забезпечують її абсорбацію та створюють передумови для без інфляційного зростання пропозиції грошей, можна віднести: зростання рівня монетизації до його рівноважного значення, зменшення швидкості обігу грошей до певного рівноважного рівня, а також зростання реального ВВП. Останні два чинника також безпосередньо витікають із рівняння обміну Фішера. На рисунку 4.9 проілюстровано динаміку основних показників інфляції, наведено показники росту грошової маси, а також зазначено динаміку розглянутих вище компенсаторів.

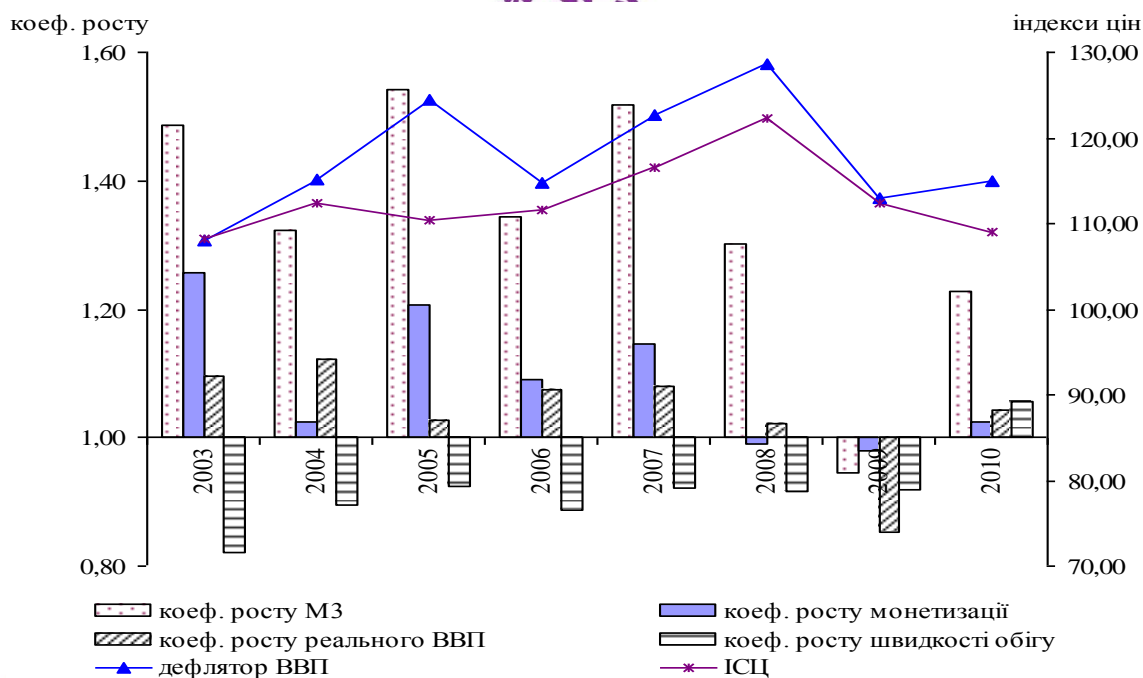


Рис. 4.9. Динаміка індексів цін та показників, що характеризують формування і використання грошової маси протягом 2003-2010 років (сформовано автором на основі даних [153])

Зазначимо, що для більшості періодів протягом 2003-2006 років розглянуті вище компенсатори забезпечували часткове нівелювання істотного зростання грошової маси (темпи приросту агрегата М3 коливались у межах 32%-54% на рік) забезпечуючи прийнятну динаміку індексу споживчих цін. У 2007 році абсорбуючий вплив компенсаторів був менш потужним. Протягом 2008-2010 років розглянуті компенсатори не діяли, що обумовило зростання цін більшими темпами ніж ріст грошової маси (за результатами 2009 року взагалі спостерігалось звуження грошової пропозиції).

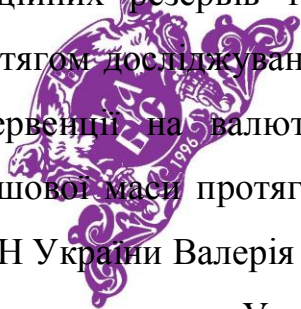
Звісно, що зміна тенденцій у 2008-2009 роках обумовлювалась впливом світової та національної фінансових криз, а особливості розвитку грошового ринку у 2010 році обумовлювались посткризовими факторами розвитку фінансових та економічних відносин. Однак, у контексті нашого аналізу більш цікавим видається зменшення абсорбуючого впливу росту монетизації та зменшення швидкості грошей за результатами 2007 року. На нашу думку, даний факт дає підстави стверджувати, що для поточних умов функціонування національного господарства рівноважні рівні монетизації та швидкості обігу грошей знаходиться приблизно у межах 48%-55% та 2,3-2,5 обертів відповідно (табл. 4.9). Про можливість поступового досягнення деякого рівноважного значення монетизація в Україні та відновлення більш тісного зв'язку між зростанням грошової маси та ціновою динамікою також йдеться у роботах інших науковців [252, с. 7; 268, с. 125; 270, с. 57-62]. Як зазначалось у підрозділі 4.1 роботи, співробітник НАН України Б.Б. Дунаєв прийшов до висновку щодо досягнення банківською системою України рівноважного стану у 2006 році, що підтверджує наші висновки щодо рівноважних рівнів монетизації та швидкості обігу грошей.

На підтвердження наших висновків можна також навести положення роботи професора Мунтіяна В.І. [271, с. 243-244]. Він зазначає, що критерієм економічної безпеки для України є рівень монетизація 40%, а у розвинених країнах даний показник переважно коливається у межах 60-90%. Також автор наголошував на необхідності прийняття заходів для стимулювання зниження

швидкості обігу грошей: у 2001 році значення даного показника в Україні становило понад 5 обертів на рік, у той час як у розвинених країнах прийнятним є коливання швидкості обігу грошей у межах 1-2 обертів на рік. Ми погоджуємось із думкою науковця, що занадто висока швидкість обігу грошей свідчить про відрив фінансових відносин від економічних процесів у реальному секторі економіки. З іншого боку, істотне уповільнення обігу грошової маси (понад емпірично визначений рівноважний рівень) може спричинити посилення впливу тиску зростання грошової маси на цінову динаміку. Даний висновок є особливо актуальним в умовах недостатнього розвитку інститутів та інструментів фінансового ринку (страхування життя, недержавні пенсійні фонди, довгострокові інструменти ринку цінних паперів), які дають можливість ефективно формувати довгострокові фінансові ресурси.

Враховуючи, що за результатами 2010 року рівень монетизації становив 54,6%, а швидкість обігу грошей – 2,04, можна зробити висновок щодо обмеженого подальшого впливу даних показників на абсорбацію зростання грошової маси. Однак, не виключено посилення впливу інших чинників (перш за все стерилізація грошової маси засобами монетарної політики НБУ та високий врожай сільськогосподарської продукції), що забезпечать абсорбацію зростаючого обсягу грошової маси та дозволять досягти цільових орієнтирів інфляції у 2011 році.

По-друге, досліджено взаємозв'язок між динамікою грошової маси та офіційними резервами НБУ (рисунок 4.10). За результатами аналізу показників наведеного на рисунку можна зробити висновок щодо подібності динаміки офіційних резервів та показників росту грошової маси та грошової бази протягом досліджуваного періоду. Таким чином, можна зробити висновок, що інтервенції на валютному ринку України були основним каналом емісії грошової маси протягом 2003-2010 років. Як зазначається у роботі академіка НАН України Валерія Гейця [272, с. 47-49], купівля валюти на міжбанківському валютному ринку України по суті була єдиним каналом емісії протягом 1999-



2001 років. Таким чином, даний канал емісії грошових коштів має пріоритетне значення протягом останніх 12 років.

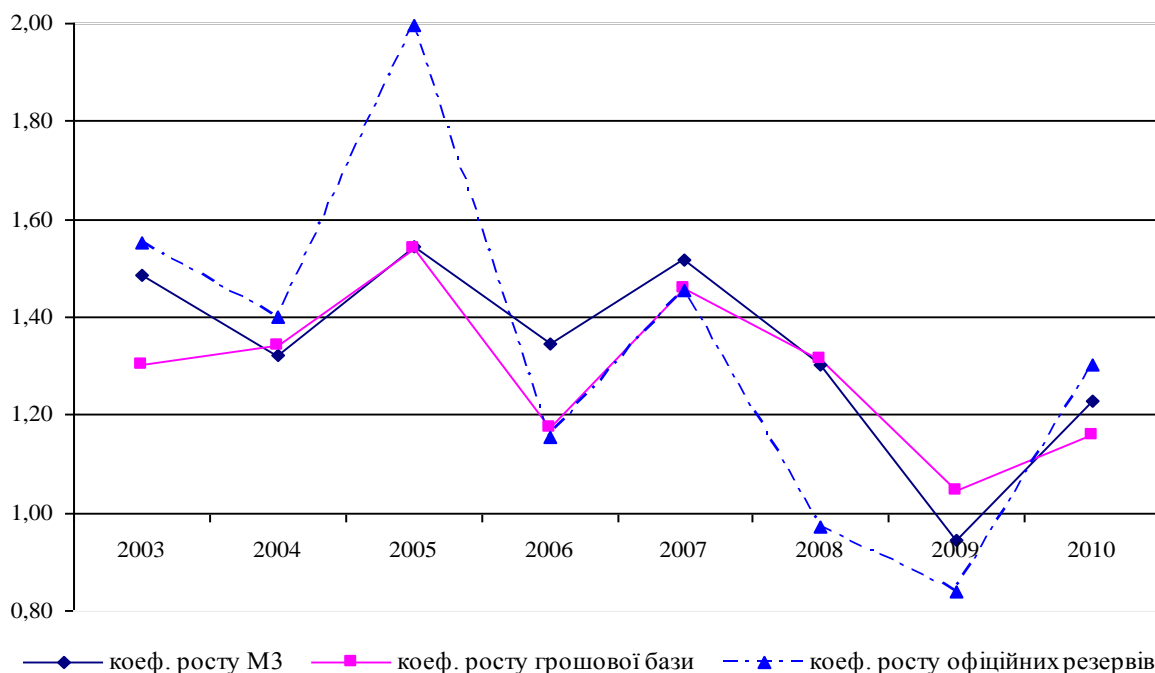


Рис. 4.10. Динаміка офіційних резервів НБУ та грошової маси протягом 2003-2010 років (сформовано автором на основі даних [153])

Зазначимо, що динаміка грошової бази, у порівнянні із динамікою широкої грошової маси, є ближчою до динаміки офіційних резервів. Даний факт підтверджує наші висновки, адже у більшості періодів НБУ засобами грошово-кредитної політики проводив стерилізацію надлишкової грошової маси випущеної в обіг через інтервенції на валютному ринку. Зазначимо, що дана структура емісії грошових коштів мала істотні переваги в умовах фактичного таргетування валютного курсу та первинного накопичення офіційних резервів. Однак, після перегляду у 2010 році пріоритетів монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності та практичного відновлення до кризового рівня резервів, Національному банку доцільно посилити диверсифікацію каналів емісії грошової маси для прив'язки її динаміки до внутрішньоекономічних чинників.

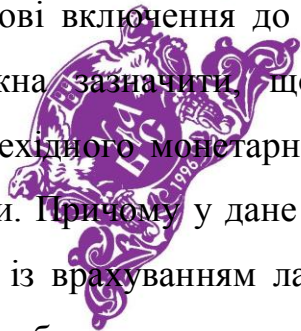
По-третє, аналіз показників наведених у таблиці 4.9 та на рисунку 4.9 дає підстави говорити про досить складну форму зв'язку між динамікою грошової

маси та ціновою динамікою. Даний зв'язок, у значній мірі, обумовлюється ефективністю функціонування окремих каналів трансмісійного механізму в Україні. Проблемі дослідження каналів трансмісії монетарних імпульсів, зокрема в аспекті впливу грошової маси на цінову динаміку, присвячено багато якісних наукових досліджень як фахівців НБУ [255; 44; 126; 263], так і робіт інших вчених [233; 236; 36]. Не зупиняючись на досить ґрунтовно вивчених проблемах функціонування каналів трансмісійного механізму, наведемо емпіричні результати оцінки взаємозв'язку росту грошової маси та цінової динаміки у посткризових умовах.

У таблиці 4.10 наведено парні коефіцієнти кореляції грошової бази, агрегату М1 та агрегату М3 із індексом споживчих цін та базовим індексом споживчих цін. Відразу зазначимо, що не виявлено істотних прямих зв'язків між динамікою показників грошової маси та динамікою споживчих цін. Зворотні зв'язки нами не приймаються до уваги оскільки суперечать ключовим теоретичним концепціям монетаризму.

Слабкий прямий зв'язок із ціновою динамікою виявлено: для грошової бази із лагом 3 місяця, причому він суттєво посилюється для базової інфляції; для агрегату М1 із лагом 5 місяців, для агрегату М3 із лагом 5 місяців. Враховуючи кількість спостережень, статистично значимим на рівні 0,05 є лише зв'язок між грошовою базою та базовим індексом інфляції з лагом 3 місяці.

Таким чином, ми підтвердили, що зв'язок між динамікою грошової маси та рівнем споживчих цін є досить складним і потребує подальших досліджень на основі включення до аналізу інших факторів. У якості попереднього висновку можна зазначити, що правило монетарної політики, в поточних умовах перехідного монетарного устрою України, доцільно розробляти для грошової бази. Причому у дане правило повинен включатись базовий індекс споживчих цін із врахуванням лагу 3 місяці. За потреби, правило політики також може розроблятися для монетарних агрегатів М1 та М3 із врахуванням лагу 5 місяців для розглянутих індикаторів цінової динаміки.



Таблиця 4.10

Парні коефіцієнти кореляції показників грошової маси з індексами
споживчих цін у 2009-2011 роках

Врахування лагів	Грошова база	Агрегат М1	Агрегат М3
Індекс споживчих цін			
без лагу	-0,246	-0,273	-0,167
лаг 1 місяць	-0,293	-0,094	-0,241
лаг 2 місяці	0,039	0,021	-0,002
лаг 3 місяці	0,175	-0,075	0,001
лаг 4 місяці	-0,231	0,072	-0,105
лаг 5 місяців	-0,065	0,205	0,169
лаг 6 місяців	0,135	0,030	0,128
Базовий індекс споживчих цін			
без лагу	-0,314	-0,709	-0,587
лаг 1 місяць	-0,547	-0,467	-0,638
лаг 2 місяці	-0,108	0,097	-0,186
лаг 3 місяці	0,356	0,044	0,092
лаг 4 місяці	-0,033	-0,012	-0,095
лаг 5 місяців	0,119	0,168	0,255
лаг 6 місяців	0,056	-0,179	0,082

Джерело: власні розрахунки на основі [153]

На другому етапі розробки монетарного правила відбувається визначення рівноважних значень параметрів, що включені до формули розрахунку (рисунок 4.7). На основі узагальнення у підрозділі 4.2 роботи закордонного досвіду розробки та реалізації монетарних правил, нами визначено особливості розрахунку рівноважних значень параметрів монетарних правил. По-перше, монетарні правила включають наступні види рівноважних параметрів: рівноважна процентна ставка, рівноважний валютний курс, рівноважний (потенційний) ВВП, рівноважний рівень інфляції. Причому дані показники можуть включатись у рівняння як в явному вигляді, так і використовуватись для розрахунку відхилень рівноважних значень від фактичних показників. По-друге, у перших роботах присвячених розробці монетарних правил рівноважні

значення параметрів розраховувались на основі лінійного тренду [195], однак у подальших дослідження переважно вказується на застосування фільтру Ходріка-Прескота [197]. Потрібно зазначити, що даний фільтр в основному використовується для визначення рівноважної динаміки реального ВВП. Для визначення інших рівноважних значень (процентна ставка, валютний курс, інфляція) враховуються як результати застосування даного фільтру, так і цільові середньострокові орієнтири для даних показників. По-третє, у залежності від обраної базової форми правила, по-різному може враховуватись фактор часу. Тобто можуть включатись параметри трьох типів: ретроспективні, фактичні та прогнозні.

Розглянемо порядок застосування фільтру Ходріка-Прескота для розрахунку рівноважних значень макроекономічних параметрів, що потенційно можуть включатись до монетарного правила для України. Зазначимо, що проблема визначення рівноважних значень макроекономічних показників, на основі використання фільтру Ходріка-Прескота, вивчалась фахівцями департаменту економічного аналізу та прогнозування НБУ [257, 258], а також іншими дослідниками [273]. Однак ми, на основі вивчення робіт закордонних науковців, пропонуємо інший спосіб вирішення даного завдання.

У теорії математичного аналізу застосовується значна кількість засобів дослідження часових рядів з виділенням основної динамічної компоненти (тобто тренду або ядра). Для вирішення певних завдань макроекономічних досліджень важливим також є окреме спостереження циклічної складової. Одним із найточніших та найбільш розповсюджених методів оцінки рівноважних значень макроекономічних індикаторів є фільтр описаний відомими економістами Робертом Ходріком і Едвардом Прескотом [274, 275]. Хоча за визнанням даних дослідників сам підхід запропонований ще на початку 20-х років минулого століття Уїтakerом.

За допомогою даного фільтру виокремлюються коливальна (циклічна) та трендова (рівноважна) складові часового ряду [282, с. 1-2]. Автори зазначають, що фактори які обумовлюють циклічність економічних процесів, завдяки своїй

швидкості, можна відділити від повільних демографічних і технологічних факторів, які визначають рівноважні тенденції. Застосування методу згладжування передбачає виконання декількох послідовних процедур.

По-перше, проводиться декомпозиція часового ряду. Досліджуваний ряд представляється як сума циклічної компоненти та трендової складової. Сезонні і випадкові коливання припускаються незначними та включаються у циклічну компоненту [274; 278]. Таким чином, у результаті застосування даного фільтру визначається тренд, що не потребує додаткових згладжувань. Головним початковим припущенням є згладженість основної тенденції ряду, тобто наявність певного тренду. У результаті часовий ряд набуває вигляду наведеного у формулі 4.13:

$$y_t = g_t + c_t \quad (4.13)$$

де,

y_t – вхідний (не згладжений) часовий ряд;

g_t – трендова (рівноважна складова) ряду;

c_t – циклічна складова ряду.

Перший доданок рівняння 4.13 є трендом, а другий – відхиленнями від тренду (циклічна складова). Середнє значення циклічної складової у довгостроковому періоді прямує до нуля. Потрібно зазначити, що у іншій формі запису перший доданок рівняння 4.13 можна представити як залишки тренду (другий доданок формули 4.14). По суті даний вираз являє собою суму квадратів нових елементів ряду. Кожен елемент даного ряду формується як різниця відхилень поточного та попереднього значень елементів тренду.

По-друге, формулюється оптимізаційна задача знаходження тренду. Розглянемо спочатку вирішення даної задачі у межах класичного підходу. Зазначені вище припущення дозволяють сформулювати оптимізаційне завдання для знаходження рівноважної компоненти (тенденції) [274, с. 4; 275; 279, с. 3]:

$$\min_{\{g_t\}, t=-1..T} \left\{ \sum_{t=1}^T c_t^2 + \lambda \sum_{t=1}^T [(g_t - g_{t-1}) - (g_{t-1} - g_{t-2})]^2 \right\} \quad (4.14)$$

де,
 λ_t – параметр згладжування відхилень трендової складової;
 g_t – трендова (рівноважна складова) ряду;
 c_t – циклічна складова ряду.

Параметр λ є позитивним цілим числом, яке «штрафує» мінливість трендової компоненти ряду. Чим більший цей параметр, тим більш згладженим є ряд отриманий у результаті застосування фільтру. Тобто для досить великого значення λ відхилення тренду (різниця між теперішнім і попереднім значенням) повинно знаходитися в межах певної стійкої величини γ таким чином, щоб тренд визначався регресійною залежністю (формула 4.15) [276, с. 6-7; 277, с. 1]:

$$g_t = g_0 + \gamma \times t \quad (4.15)$$

де,
 γ – стійка величина відхилень трендової складової;
 g_t – трендова (рівноважна складова) ряду.

Розглянутий класичний підхід знаходження складових часового ряду представляє певні труднощі для практичних розрахунків. Якщо відомі лише вхідні значення часового ряду, то знайти його складові звичайними математичними методами досить складно. Тому реалізація класичного підходу до застосування фільтру передбачає формування додаткової оптимізаційної задачі з деякими обмеженнями, що вирішується у декілька етапів. Приклад реалізації класичного підходу, із використанням фільтру Ходріка-Прескотта з додатковими обмеженнями та застосуванням VAR-моделей, наведено у роботі фахівців департаменту економічного аналізу та прогнозування НБУ [257]. Для вирішення зазначених проблем були розроблені різні модифікації фільтру Ходріка-Прескотта, одна з яких буде застосовуватись нами для проведення розрахунків.

Що стосується, проводиться вибір значення параметру згладжування λ . Потрібно зазначити, що для усунення додаткового впливу сезонної і випадкової компоненти рекомендується брати до розгляду прологарифмовані дані (з основою логарифму 10) або темпи приросту. Хоча це не обов'язкова умова, і

метод ефективно використовується для згладжування будь-яких рядів. Вибір параметра згладжування передбачає врахування декількох умов. Якщо циклічна компонента і трендова складова вихідного ряду є ідентично і незалежно розподілені за нормальним законом розподілу, то λ розраховується на основі формули 4.16 [274, с. 7-8; 280, с. 3-5]:

$$\sqrt{\lambda} = \sigma_1 / \sigma_2 \quad (4.16)$$

де,

σ_1 – дисперсія трендової складової ряду;

σ_2 – дисперсія циклічної складової ряду.

Вважають, що при обробці вхідного ряду з квартальними даними, прийнятна середня величина відхилення циклічної компоненти від середнього значення становить 5% (95%-вий довірчий інтервал нормального розподілу). Для трендової компоненти допустимими випадковими змінами вважається величина, що становить одну восьму відсотка. Наведені значення приймаються у якості дисперсій для компонентів вхідного часового ряду квартальних показників. У результаті формується наступне співвідношення і знаходять параметр згладжування (формула 4.17):

$$\sqrt{\lambda} = \frac{5}{\frac{1}{8}} = 40 \rightarrow \lambda = 1600 \quad (4.17)$$

Науковцями досліджувався вплив зміни параметру згладжування на результати [274, с. 9; 275, с. 12-13]. Відхилення від оптимального значення тренду для квартальних даних, при розглянутому рівні параметру, складають не більше 1,8%. Якщо параметр λ визначається як 0, то тренд стає еквівалентним вхідним даним. Чим значення λ ближчі до нескінченно великих, тим тренд стає більш згладженою прямою лінією. Дослідниками [279, с. 4-5], на основі аналізу відповідних дисперсій, також визначено оптимальні межі параметру λ для місячних і річних даних (формула 4.18):

$$100000 < \lambda_M < 140000 \text{ та } 6 < \lambda_A < 14 \quad (4.18)$$

де,

λ_M – параметр згладжування відхилень трендової складової для місячних даних;

λ_A – параметр згладжування відхилень трендової складової для річних даних.

По-четверте, проводиться обчислення складових згладженого ряду і циклічної компоненти. Як зазначалось вище, розглянемо послідовність розрахунків на основі модифікованого підходу запропонованого Нyeongwoo Kim [277]. Даний підхід також використовується фахівцями Світового банку [278, с. 2-3]. У загальному випадку модифіковану модель фільтру можна представити у вигляді формули 4.19:

$$y_T = (\lambda \times F + I_T) \times g_T \quad (4.19)$$

де,

y_T – вхідний (не згладжений) часовий ряд;

g_T – згладжена (рівноважна) складова ряду;

λ – параметр згладжування відхилень трендової складової;

I_T – одинична матриця розмірністю $T \times T$ (квадратна матриця довжини вхідного ряду);

F – спеціальна матриця відхилень трендових показників.

Нyeongwoo Kim пропонує співвідношення наведене у матричній формі в формулі 4.19, у якості аналогу формули 4.14, що використовується у межах класичного підходу. За своїм змістом формули 4.14 та 4.19 досить схожі між собою. Одинична матриця I_T виступає аналогом суми квадратів циклічної компоненти (перший доданок формули 4.14), а матриця F аналогом різниці відхилень трендових показників (другий доданок формули 4.14).

Потрібно зазначити, що матриця F (формула 4.20) є симетричною та була визначена на основі статистичного підбору. Вона має стандартний вигляд для будь-яких вхідних часових рядів, що досліджуються.

$$F = \begin{bmatrix} 1 & -2 & 1 & 0 & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & 0 \\ -2 & 5 & -4 & 1 & 0 & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & 0 \\ 1 & -4 & 6 & -4 & 1 & 0 & \dots & \dots & \dots & \dots & 0 \\ 0 & 1 & -4 & 6 & -4 & 1 & 0 & \dots & \dots & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & \dots & \dots & \dots & \dots & 0 & 1 & -4 & 6 & -4 & 1 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & 0 & 1 & -4 & 6 & -4 & 1 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & 0 & 1 & -4 & 5 & -2 \\ 0 & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & 0 & 1 & -2 & 1 \end{bmatrix} \quad (4.20)$$

Суть розташування коефіцієнтів полягає в тому, щоб по кожному рядку і стовпчику матриці розмістити елементи таким чином, щоб їх сума дорівнювала нулю. Таким чином, описується умова тренду щодо відсутності відхилення від оптимального значення, а також припущення, що у довгостроковій перспективі середнє значення циклічних коливань зводиться до нуля. Елементи матриці, яка наведена у формулі 4.20, вибрані як найбільш оптимальні та найменші за абсолютним значенням. Діагональне значення матриці відповідає коефіцієнту при тренду в момент часу t (аналог показника γ у формулі 4.15) причому два сусідні елементи матриці одного ряду навколо нього – коефіцієнтам при тренду в момент часу $t-1$, а наступні два сусідні елементи матриці по відношенню до попередніх елементів – коефіцієнтам при тренду в момент часу $t-2$. Дана матриця визначена емпіричним шляхом на основі дослідження різниць другого доданку формули 4.14. Виходячи з формул 4.13 та 4.19 трендова і циклічна компоненти можуть бути розраховані на основі формули 4.21:

$$g_T = (\lambda \times F + I_T)^{-1} \times y_T$$

$$c_T = y_T - g_T \quad (4.21)$$

Таким чином, застосовуючи фільтр Ходріка-Прескота, можна якісно дослідити будь-який вхідний часовий ряд на наявність циклічної компоненти та трендової (рівноважної) складової. Більшість проаналізованих нами зарубіжних та вітчизняних публікацій підтверджують ефективність фільтру Ходріка-

Прескота. Отримані результати можуть застосовуватись для прогнозування поворотних точок економічних циклів, у кореляційно-регресійному аналізі виявлених тенденцій, а також для формування різних економіко-математичних моделей що ґрунтуються на врахуванні рівноважних макроекономічних показників.

Подальші розрахунки нами проводились на основі застосування описаного вище модифікованого підходу, який ґрунтується на використанні матричного аналізу. Правильність роботи фільтру перевірена на основі дослідження квартальних показників реального ВВП США за період з першого кварталу 1950 року до другого кварталу 1979 року. Вхідні значення реального ВВП за вказаний період отримані з сайту Бюро економічного аналізу США [283]. Одержані нами результати повністю збігаються з результатами щодо виділення циклічної компоненти для параметру згладжування $\lambda=1600$, які наводять у своїх роботах автори даного фільтру Ходрік і Прескотт [274, с. 8-11; 275, с. 4-6]. Таким чином, розглянутий модифікований спосіб є релевантним і може застосовуватись для оцінки рівноважних значень макроекономічних параметрів, що будуть включатись нами у правило монетарної політики.

Вітчизняні фахівці зазначають, що даний фільтр дає можливість отримати якісні результати при наявності достатньо великого часового ряду для показника, що досліджується [257]. Також вони наголошують на нестабільності та можливості викривлення результатів при застосуванні фільтру для згладжування показників в умовах системної кризи в економіці України, яка характеризується розбалансуванням макроекономічних параметрів. У своїй роботі Юрій Половнєв та Сергій Ніколайчук [257] приходять до висновку щодо доцільності застосування фільтру Ходріка-Прескота для даних починаючи з першого кварталу 2001 року, коли ключові макроекономічні параметри стабілізувались, а національна економіка вийшла на стабільну траєкторію зростання.

Враховуючи розглянуті вище аспекти, проведемо дослідження темпів росту реального ВВП України за період з першого кварталу 2000 року по 2

квартал 2011 року. Для дослідження використані статистичні дані опубліковані на офіційному сайті НБУ [153]. Результати застосування фільтру для зазначеного вище часового ряду наведені на рисунку 4.11.

Потрібно зазначити, що у контексті формування монетарного правила, нас перш за все цікавить трендова рівноважна складова макроекономічних параметрів. Відповідно до правила політики для грошової маси Бенета МакКалама, яке було розглянуте у підрозділі 4.2 роботи, одними із ключових параметрів є зміна рівноважного реального та номінального ВВП. Отримавши рівноважний (згладжений) часовий ряд реального ВВП (рисунок 4.11), ми можемо, по-перше, визначити рівноважне значення даного показника на дату складання правила використовуючи різні види середніх та щоквартально переоцінювати дане значення при появі нових даних; а по-друге, спрогнозувати зміну даного показника у майбутньому на основі екстраполяції показників згладженого ряду. Крім того, можна визначити аналітичну функцію, що описує даний ряд із прийнятним рівнем достовірності та дослідити її. Способи використання отриманих рівноважних значень макроекономічних показників визначатимуться методикою включення кожного показника у монетарне правило.

Як зазначалось вище, у правило монетарної політики для грошової маси, з теоретичної точки зору (рівняння обміну Фішера) та враховуючи наявні практичні розробки (монетарне правило Бенета МакКалама), повинен входити показник цінової динаміки. Враховуючи наведені вище результати кореляційного аналізу, найбільш тісний (статистично значимий) зв'язок виявлено між грошовою базою (факторна ознака) та базовим індексом споживчих цін (результативна ознака) із лагом три місяці для результативної ознаки. Як наслідок, зроблено припущення щодо доцільності розробки монетарного правила для грошової бази із врахуванням серед факторів що визначатимуть даний показник базового індексу споживчих цін. Дане припущення також узгоджується із публічно задекларованими (меморандум з МВФ, основні засади грошово-кредитної політики у до кризовий період) цілями

Національного банку України щодо досягнення цільових орієнтирів базового індексу споживчих цін та обмежень щодо зростання грошової бази. Таким чином, НБУ декларує доцільність та наявність достатнього інструментарію для впливу на дані показники.



Рис. 4.11. Темпи приросту реального ВВП України у 2001-2012 рр., частки од. (власні розрахунки)

Однак, при застосуванні даного підходу в Україні необхідно враховувати наступні особливості, що можуть суттєво вплинути на рівень достовірності результатів розрахунків. По-перше, відносно не велика довжина доступних ретроспективних даних для формування вхідних часових рядів, як наслідок методика застосування фільтра даватиме все більш точні результати по мірі накопичення відповідних даних. По-друге, необхідність окремого визначення часового інтервалу протягом якого доцільно розраховувати рівноважні значення. Остання особливість обумовлена періодами різких змін певних параметрів (валютний курс, реальний ВВП, інфляція), що спостерігались в Україні протягом системної кризи 90-х років ХХ століття та під час загострення світової фінансової кризи (IV квартал 2008 р. та I квартал 2009 р.). Протягом зазначених періодів макроекономічна ситуація була далекою від рівноважного

стану, як наслідок доцільно розглянути можливість виключення з аналізу рівноважних тенденцій даних часових інтервалів.

На третьому етапі розробки монетарного правила уточнюється порядок включення параметрів у монетарне правило та проводиться визначення коефіцієнтів при даних параметрах (рисунок 4.7). Необхідно зазначити, що представники центрального банку Канади у своїх дослідженнях приходять до висновку щодо більшої ефективності простих монетарних правил у порівнянні зі складними [225, 226]. До простих вони відносять правила, що дозволяють монетарним органам визначати рівень базової процентної ставки (або темп приросту грошової маси) як функції від трьох або чотирьох факторів. Крім того, складні правила ґрунтуються на використанні значної кількості змінних, окремі з яких визначаються за результатами використання прогностичних моделей. Враховуючи високий рівень невизначеності щодо макроекономічних тенденцій України, а також відсутність адекватного національного досвіду розробки та реалізації правил монетарної політики, вважаємо за доцільне врахувати наведені вище рекомендації щодо розробки простого правила монетарної політики.

На нашу думку, існує два підходи щодо визначення параметрів та оцінки коефіцієнтів монетарних правил. Перший підхід передбачає формування системи рівнянь, що описують трансмісійний механізм монетарної політики. Монетарне правило використовується як складова даної моделі, відповідно його коефіцієнти та параметри будуть формуватись у контексті процесу розробки та застосування моделі в цілому. У даному випадку говорять, що монетарне правило застосовується центральним банком імпліцитно (у не явному вигляді) як одне із рівнянь моделі. Іншим варіантом реалізації першого підходу є використання моделі для визначення коефіцієнтів монетарного правила, яке формується експліцитно. Тобто передбачається формування та застосування простого монетарного правила поза межами моделі.

Другий підхід ґрунтується на розробці багатofакторної регресії, що пов'язуватиме ключовий параметр монетарної політики для якого

розробляється правило (базову ставку або певний грошовий агрегат) із певними макроекономічними показниками (інфляція, ВВП, обмінний курс, швидкість обігу грошей). Причому ключовий параметр виступатиме результативною ознакою, а макроекономічні показники – факторними ознаками.

Розглянемо приклади реалізації першого підходу щодо визначення параметрів та оцінки коефіцієнтів монетарних правил. Фахівцями Національного банку України розроблено квартальну прогнозну модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні [255, 44, с. 55-93]. У даній моделі імпліцитно використовується правило монетарної політики для ключової процентної ставки (Додаток А). Потрібно зазначити, що у своїх публікаціях фахівці НБУ вказували на застосування даного монетарного правила як у 2006 році [255], так і у 2008 році [44 с. 62-65]. Таким чином, можемо зробити висновок, що дане монетарне правило в імпліцитному вигляді використовувалось фахівцями Національного банку як мінімум протягом 2006-2008 років. У роботах представників НБУ наголошується, що наведене рівняння трактується ними як функція реакції монетарної політики у формі модифікованого правила Тейлора.

Дана модифікація передбачає визначення ключової процентної ставки як зваженої комбінації авторегресійної складової та активного правила центробанку [255, 44 с. 71-73]. Вплив авторегресійної складової формалізується через реальну процентну ставку та інфляційні очікування, а вплив активного правила – через розриви інфляції та ВВП. У даному правилі показником інфляції виступає зміна індексу споживчих цін.

Потрібно підкреслити, що наш підхід щодо розробки та застосування правил монетарної політики істотно відрізняється від розглянутого вище. По-перше, ми досліджуємо можливість формулювання правила монетарної політики експліцитно (у явному вигляді, а не як складової економіко-математичної моделі). Ми розглядаємо монетарне правило як безпосередній публічний інструмент реалізації монетарної політики. Даний спосіб застосування монетарного правила сприятиме забезпеченню прозорості

прийняття рішень у сфері монетарного регулювання та підвищить довіру економічних агентів до монетарної політики НБУ. Впровадження експліцитного правила стало доцільним лише після здійснення у липні 2010 року конкретних кроків щодо започаткування реформ національної монетарної політики у напрямку її орієнтації на цінову стабільність.

По-друге, методичні підходи щодо формування правила визначатимуться виходячи із його експліцитної природи, поточного розвитку грошового ринку та макроекономічної ситуації. Як наслідок, параметри правила не перебуватимуть у прямій залежності від технічних властивостей моделі трансмісійного механізму НБУ. По-третє, нами обґрунтовано доцільність, на поточному етапі реформування монетарного устрою України, розробки правила для монетарних агрегатів. Таким чином, параметри та коефіцієнти розробленого нами правила істотно відрізнятимуться від показників, що використовуються у імпліцитному правилі НБУ.

У роботах представників центрального банку Канади вказується на застосування квартальної прогнозної моделі з метою визначення коефіцієнтів монетарного правила [225]. Крім того, в одному з останніх досліджень зазначається, що монетарне правило використовується у новій квартальній прогнозній моделі Банку Канади (ТоTEM) [226]. Аналітична форма даного правила та його коротка характеристика наведені у додатку А.

Відомим прикладом використання першого підходу щодо визначення параметрів та коефіцієнтів монетарного правила є розробка Лоренсом Боллом системи рівнянь, які описують функціонування відкритої економіки. Потрібно зазначити, що запропонована модель відкритої економіки включає три основні рівняння: криву IS для відкритої економіки (рівноважний обсяг виробництва), криву Філіпса для відкритої економіки (рівняння інфляції) та рівняння обмінного курсу, що виражає взаємозв'язок з процентною ставкою. Використовуючи дану модель Лоренс Болл спочатку оцінив ефективність правила Тейлора, а потім розробив власний варіант монетарного правила із використанням обмінного курсу.

У роботі Петерса Амоса наводиться структурна динамічна модель малої відкритої економіки [217]. Дана модель сформована з урахуванням особливостей функціонування країн що розвиваються та пройшла апробацію на основі макроекономічних показників Південної Африки, Мексики та Індонезії. У даній моделі монетарна політика представлена модифікованим правилом Тейлора, яке було розглянуте у підрозділі 4.2 даного дослідження.

Таким чином, усі розглянуті вище приклади реалізації першого підходу ґрунтуються на формуванні системи рівнянь, що описує функціонування грошового ринку та реального сектору національної економіки. Далі за допомогою спеціальних методів проводиться розв'язання даної системи рівнянь та визначаються параметри та коефіцієнти правила. У межах даного підходу закордонні науковці застосовують наступні методи для оцінки коефіцієнтів та параметрів правила: метод інструментальних змінних (instrumental variables) [216], метод максимальної правдоподібності (maximum-likelihood estimation) [217] і т.д.

Як зазначалось вище, другий підхід ґрунтується на розробці багатофакторної регресії, яка пов'язуватиме динаміку грошової маси та цінову динаміку. У даному випадку оцінка коефіцієнтів та параметрів правила часто ґрунтується на застосуванні методу звичайних найменших квадратів (ordinary least squares) [216].

Далі проведемо визначення параметрів, що можуть бути включені у монетарне правило на основі розробки багатофакторних регресійних моделей. Спочатку дослідимо рівноважну динаміку грошової маси: на рисунку 4.12 наведено рівноважний приріст агрегату М3 для економіки України розрахований на основі застосування монетарного правила Фрідмена (формула 4.11). Рівноважну динаміку грошової маси розраховано як суму приросту дефлятора ВВП (або індексу споживчих цін) та реального ВВП за мінусом приросту швидкості обігу грошей. На даному рисунку наведено результати розрахунку даного показника чотирма різними способами: на основі дефлятора ВВП; на основі індексу споживчих цін (ІСЦ); з використанням темпів приросту;

з використанням логарифмів темпів приросту (як це передбачається деякими методиками). Як наслідок, отримано чотири показники відхилень. Від'ємні значення відхилень означають перевищення фактичної динаміки грошової маси (агрегат М3) над її рівноважною динамікою, а додатні – зворотню ситуацію.

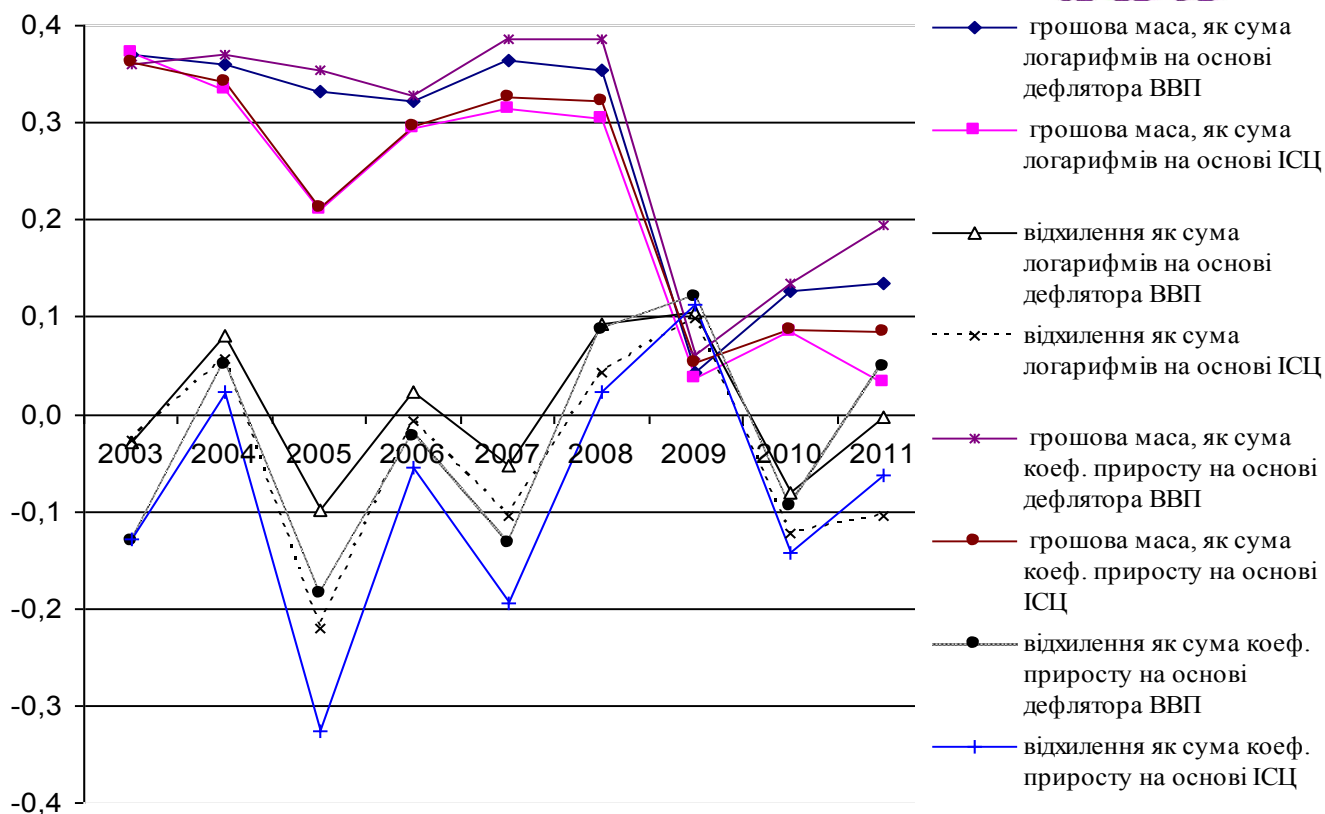


Рис. 4.12. Рівноважна річна динаміка грошової маси в Україні та її відхилення від фактичної динаміки, частки одиниці (власні розрахунки)

На основі аналізу наведених даних можна зробити наступні висновки. По-перше, показники розраховані на основі дефлятора ВВП є більш наближеними до реальної динаміки грошової маси у порівнянні із показниками розрахованими із використанням ІСЦ. Даний висновок обумовлюється більш адекватною методикою розрахунку дефлятора ВВП (ширший, у порівнянні з ІСЦ, набір товарів, робіт та послуг цінова динаміка яких враховується при визначенні дефлятора ВВП) в аспекті застосування монетарного правила Фрідмена. Оскільки у монетарне правило включено показник ВВП, то з точки зору ширшого охоплення товарів робіт та послуг, більш доцільно

використовувати у процесі ретроспективного конструювання рівноважної динаміки грошової маси показник дефлятора ВВП.

По-друге, не виявлено істотних відмінностей при застосуванні у розрахунках темпів приросту або натуральних логарифмів темпів приросту відповідних показників. Як наслідок, вважаємо за доцільне використовувати темпи приросту відповідних показників без проведення їх логарифмування. Даний спосіб розрахунку сприятиме більш адекватній інтерпретації економічного змісту отриманих результатів.

По-третє, отримані результати підтверджують нашу гіпотезу щодо доцільності орієнтації на рівняння грошового обігу та монетарне правило Фрідмена для визначення динаміки грошової маси, що сприятиме досягненню рівноваги грошового ринку та макроекономічної рівноваги. Наприклад, значні відхилення (понад $\pm 10\%$) фактичної динаміки грошової маси були характерні для 2005, 2007, 2009, 2010 років, що переважно характеризувались істотним розбалансуванням макроекономічних показників. Найменші відхилення – для 2003, 2004, 2006, 2008 та 2011 років.

Проаналізувавши показники наведені у таблиці 4.11 можна зробити висновок, що у періоди значних відхилень фактичної динаміки грошової маси від рівноважної динаміки даного показника спостерігались істотні відхилення від макроекономічної рівноваги: інфляційна динаміка істотно перевищувала динаміку економічного зростання. З іншого боку, протягом періодів для яких характерні неістотні відхилення між фактичною та рівноважною динамікою грошової маси (виділені у таблиці 4.11 жирним шрифтом) інфляція знаходилась у прийнятних межах і відповідала економічному зростанню: показник співвідношення темпів зростання ВВП та споживчих цін знаходився на рівні близькому до 1.

Також у таблиці 4.11 наведено відхилення рівноважної динаміки агрегату МЗ від його цільової динаміки визначеної основними засадами ГКП (на 2010 та 2011 цільові орієнтири МЗ не встановлювались). Дані показники використовувались НБУ у якості проміжних цілей грошово-кредитної політики.

Як бачимо, відхилення цільових показників динаміки грошової маси від її рівноважного рівня є не істотним. Крім того, дані відхилення є значно меншим ніж відхилення рівноважної динаміки від фактичних значень показників, виключенням є лише 2003 рік.

Таблиця 4.11
Взаємозв'язок відхилень динаміки рівноважної та фактичної грошової маси із макроекономічними показниками України

Показник	Роки									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Темп зростання реального ВВП, %	110	112	103	107	108	102	85	104	105	
Індекс споживчих цін, %	108	112	110	112	117	122	112	109	105	
Співвідношення темпу зростання ВВП до темпу зростання цін	1,02	1,00	0,93	0,96	0,93	0,83	0,76	0,95	1,00	
Середній показник відхилень рівноважної динаміки від фактичної, %	-7,81	5,32	20,81	-1,50	-12,14	6,09	10,92	-11,04	-3,03	
Відхилення рівноважної динаміки від показників визначених основними засадами ГКП, %	11,5	1,6	5	3,3	3,2	1,1	-2	-	-	

Джерело: власні розрахунки

Таким чином, результати порівняльного аналізу рівноважної та цільової динаміки агрегату МЗ ще раз підтверджують економічну обґрунтованість проведених оцінок рівноважної динаміки грошової маси. Єдиним виключенням є 2008 рік: відхилення грошової маси спостерігалось на середньому рівні (6%), а співвідношення темпів зростання ВВП та споживчих цін було істотно меншим 1. На нашу думку, дана ситуація обумовлюється специфічним характером чинників світової та національної фінансових криз, які не пов'язані із неефективністю управління Національним банком України грошовою масою.

Отже, ми визначили алгоритм конструювання рівноважної динаміки грошової маси та провели його апробацію на основі річних даних за 2003-2011 роки. За результатами апробації підтверджено тезу, що орієнтація на рівноважну динаміку грошової маси сприятиме досягненню макроекономічної рівноваги та урівноважуватиме грошовий ринок.

Далі побудуємо багатofакторну регресію, яка пояснюватиме залежність фактичної динаміки грошової маси (результативний показник) від факторних ознак, які є складовими монетарного правила МакКалама: швидкість обігу грошей, рівноважний реальний ВВП, розрив номінального ВВП, рівень інфляції.

У відповідності до правила МакКалама (формула 4.12) усі показники використовуватимуться у формі квартальних темпів приросту до відповідного кварталу попереднього року. За результатами розрахунків за період з 4-го кварталу 2003 до 1-го кварталу 2012 року отримана наступна багатofакторна регресійна модель (формула 4.22):

$$\Delta m = 0,16 - 1,10\Delta v + 0,87(\Delta x - \Delta x^*) + 1,87\Delta q^* + 0,02\pi \quad (4.22)$$

де Δm – приріст пропозиції грошей (агрегат М3);
 Δv – приріст швидкості обігу грошей;
 Δx – приріст номінального ВВП;
 Δx^* – приріст рівноважного номінального ВВП;
 Δq^* – приріст рівноважного реального ВВП;
 π – приріст рівня інфляції (індекс споживчих цін).

У цілому отримана регресійна залежність є значимою ($\alpha=0,05$). Також значимими є усі коефіцієнти (крім інфляції π). Побудова регресійної моделі з лагом за показником інфляції в 1 квартал покращує регресійну статистику, однак коефіцієнт показника інфляції залишається не значимим. Використання інших лідів (інфляції очікування) та лагів (інерційність впливу інфляції) на економічно обґрунтованих інтервалах не призводить до покращення моделі.

На нашу думку, не значимий вплив індексу споживчих цін на динаміку грошової маси пояснюється тим, що аналіз проводився протягом 2004-2011 років, коли пріоритетною ціллю НБУ було забезпечення стабільності обмінного курсу, а основним каналом нарощування грошової маси – валютні інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

Таким чином, для підвищення якості регресійної моделі виключимо з неї інфляцію. Підкреслимо, що для подальших досліджень, які будуть проводитись

не на ретроспективних даних, включення у монетарне правило показника споживчої інфляції, як основного орієнтира грошово-кредитної політики, є доцільним. Було отримано наступну регресійну модель (формула 4.23):

$$\Delta m = 0,16 - 1,10\Delta v + 0,87(\Delta x - \Delta x^*) + 1,87\Delta q^* \quad (4.23)$$

де Δm – приріст пропозиції грошей (агрегат М3);
 Δv – приріст швидкості обігу грошей;
 Δx – приріст номінального ВВП;
 Δx^* – приріст рівноважного номінального ВВП;
 Δq^* – приріст рівноважного реального ВВП.

Регресійна статистика за даною моделлю наведена у таблиці 4.12. Проаналізувавши наведені дані можна зробити висновок, що модель у цілому є статистично значимою ($\alpha=0,05$). Також значимим є кожен із коефіцієнтів моделі. Результати аналізу кореляційної матриці дають підстави для висновку щодо відсутності істотних зв'язків між факторними ознаками (відсутня мультиколеніарність). На основі розрахунку критерію Дарбіна-Уотсона зроблено висновок про відсутність автокореляції залишків регресійної моделі. Середня помилка апроксимації становить 4,3%, тоді як для економічних досліджень прийнятною є величина помилки до 10%. Таким чином, можна зробити висновок, що сформована нами багатofакторна модель є якісною та може використовуватись для аналізу взаємозв'язків між її параметрами, а також для прогнозування.

У відповідності до теоретичних положень, зростання швидкості обігу грошей, при інших рівних умовах, повинно спричиняти зменшення приросту грошової маси. Отримана регресійна модель (формула 4.23) підтверджує наявність достатньо сильного зворотного зв'язку між даними показниками.

Найбільш істотний прямий вплив на динаміку грошової маси здійснює приріст реального ВВП. У два рази менший прямий вплив на результативний показник спричиняє розрив ВВП ($\Delta x - \Delta x^*$). Він використовується для визначення відхилення поточних рівнів ВВП від його рівноважної (згладженої) траєкторії. Теоретично між даним показником і грошовою масою, для

перспективних правил монетарної політики, повинна існувати обернена залежність.

Таблиця 4.12

Статичні характеристика рівняння багатofакторної регресії

Показники	Значення показників					
<i>Регресійна статистика</i>						
Множинний R	0,947560663					
R-квадрат	0,897871211					
Нормований R-квадрат	0,887658332					
Стандартна помилка	0,055351462					
Спостереження	34					
<i>Дисперсійний аналіз</i>						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимість F</i>	
Регресія	3	0,808063173	0,269354391	87,91558349	5,84102E-15	
Залишок	30	0,091913531	0,003063784			
Всього	33	0,899976704				
<i>Характеристика параметрів</i>						
	<i>Коефіцієнти</i>	<i>Стандартна помилка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значення</i>	<i>Нижні 95%</i>	<i>Верхні 95%</i>
Y-перетин	0,161956023	0,014760621	10,97216892	5,05071E-12	0,1318108	0,1921012
Змінна X 1	1,100720162	0,142283919	7,736082664	1,24649E-08	-1,3913026	-0,8101376
Змінна X 2	0,871250518	0,091066531	9,567186878	1,26906E-10	0,6852678	1,0572332
Змінна X 3	1,865530251	0,406867894	4,585100661	7,49785E-05	1,034595	2,6964653

Джерело: власні розрахунки

Тобто центральному банку доцільно проводити антициклічну грошово-кредитну політику більш інтенсивно нарощуючи грошову масу протягом періодів низького росту або спаду ВВП, та помірно нарощувати або скорочувати обсяг грошової маси протягом піків зростання ВВП, що відображують ефект «перегріву» економіки. У монетарному правилі розрахованому на ретроспективних даних між розривом ВВП та динамікою грошової маси існує пряма залежність, що обумовлюється відсутністю антициклічної монетарної політики протягом досліджуваного періоду.

Протягом 2000-2005 років проциклічна політика НБУ була виправдана і сприяла урівноваженню параметрів грошового ринку та забезпечувала високі

темпи зростання реального ВВП. Однак, починаючи з 2006 року (з моменту стабілізації швидкості обігу грошей та забезпечення прийняттого рівня монетизації) доцільно було розглянути можливість впровадження елементів антициклічної грошово-кредитної політики. Особливості впровадження антициклічної монетарної політики в Україні та деяких інших країнах СНД були проаналізовані у роботі Сергія Козьменка (Serhiy Kozmenko) та Тараса Савченка (Taras Savchenko) [416].

Для підвищення об'єктивності результатів дослідження нами проведено аналіз багатофакторних регресійних залежностей у факторні та результативну ознаку яких внесено певні модифікації у порівнянні з правилом МакКалама. Зокрема, проводилась перевірка доцільності: 1) використання у якості результативної ознаки рівноважної динаміки грошової маси; 2) включення у монетарне правило динаміки валютного курсу; 3) використання альтернативних показників інфляції (індекс цін виробників промислової продукції, базова інфляція, цільові показники інфляції).

Модифіковані багатофакторні регресійні залежності узагальнено у таблиці 4.13. Розрахунки проводились за період з 4-го кварталу 2003 до 1-го кварталу 2012 року. Зазначимо, що регресійні залежності характеризуються досить високою загальною статистичною значимістю. Однак, коефіцієнти при показниках, що відображають динаміку інфляції або динаміку валютного курсу є не значимими, так як і для основної моделі (4.22). Також цікавим є факт неістотного коливання абсолютного значення коефіцієнтів при більшості факторних ознак та величини константи, а також близькість величини коефіцієнтів до відповідних показників основних моделей (формули 4.22 та 4.23). Істотно коливається та відрізняється від основних моделей лише величина коефіцієнта незалежної змінної, що відображає динаміку рівноважного реального ВВП (Δq^*).

Таким чином, нами обґрунтовано доцільність розробки для економіки України експліцитного монетарного правила для грошової маси. Також досліджено методичні підходи до його формування. Зокрема, визначено

порядок розрахунку значення рівноважного ВВП, що використовується при формування правила політики. Розроблено багатофакторну регресійну модель, яка підтверджує наявність статистично значущого зв'язку між основними параметрами монетарного правила.

Таблиця 4.13

Модифіковані багатофакторні регресійні залежності грошової маси та параметрів монетарного правила для України

Форма рівняння	R ²	Значення та значимість F-критерію	Значимість коефіцієнтів
$\Delta m^* = 0,17 - 1,18\nu + 0,90(\Delta x - \Delta x^*) + 0,58\Delta q^* + 0,29\pi$ Δm^* – рівноважний приріст пропозиції грошей (агрегат М3)	0,96	188; 2,80643E-20	усі значимі крім коеф. π
$\Delta m^* = 0,18 - 1,22\nu + 0,91(\Delta x - \Delta x^*) + 0,49\Delta q^*$	0,96	247; 2,99807E-21	усі значимі
$\Delta m^* = 0,18 - 1,21\nu + 0,95(\Delta x - \Delta x^*) + 0,56\Delta q^* + 0,03\Delta e$ Δe – квартальний приріст курсу гривні до долара США	0,96	181; 4,6261E-20	усі значимі крім коеф. Δe
$\Delta m^* = 0,19 - 1,24\nu + 0,93(\Delta x - \Delta x^*) + 0,45\Delta q^* + 0,11\Delta p$ Δp - індекс цін виробників промислової продукції	0,96	183; 4,049E-20	усі значимі крім коеф. Δp
$\Delta m^* = 0,18 - 1,22\nu + 0,91(\Delta x - \Delta x^*) + 0,50\Delta q^* + 0,003\pi^*$ π^* - орієнтири інфляції	0,96	180; 5,17E-20	усі значимі крім коеф. Δq^* та π^*

Джерело: власні розрахунки

Наведені у даній роботі висновки можуть використовуватись Національним банком України для розробки монетарного правила. Потрібно зазначити, що до моменту повноцінного впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні, експліцитне правило монетарної політики матиме обмежену сферу застосування. Його доцільно використовувати лише у якості додаткового інструменту аналізу ефективності реалізації грошово-кредитної політики. Однак, після завершення переходу до інфляційного таргетування та відновлення стійкого зв'язку між грошовою масою та ціновою динамікою в економіці України (що обумовить можливість включення у монетарне правило для грошової маси показника інфляції) дане правило може стати одним із основних інструментів формування та реалізації монетарної політики.

Висновки до розділу 4

1. Встановлено, що класичні дослідження рівноваги грошового ринку зводяться до пошуку рівнів збалансування обсягів пропозиції та попиту на гроші. Однак, класичний підхід щодо вивчення рівноваги на грошовому ринку, який передбачає виключну орієнтацію на дослідження попиту та пропозиції грошей, має ряд істотних недоліків: спрощені лінійні функції попиту та пропозиції на грошовому ринку (та графічні моделі, що на них побудовані) мають обмежену практичну цінність; складність визначення адекватних та стабільних аналітичних (нелінійних) функцій попиту та пропозиції грошей.

2. У роботі доведено, що альтернативною науковою концепцією формування рівноваги грошового ринку, застосування якої нівелює недоліки класичного підходу, є концепція правил монетарної політики (або монетарних правил), які формуються та використовуються центральними банками у явному вигляді (експліцитно). З іншого боку, монетарні правила які застосовуються лише як складова економетричної моделі монетарної політики (імпліцитно) не можуть розглядатись як вагомий інструмент формування рівноваги грошового ринку.

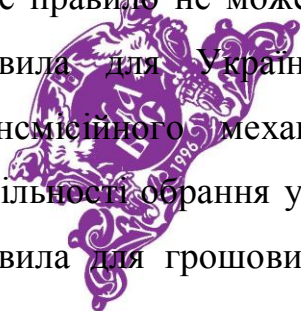
3. Автором запропоновано структурно-логічну модель розробки експліцитного монетарного правила, на попередньому етапі якої передбачається дослідження режиму монетарного устрою. Враховуючи результати досліджень закордонного досвіду розробки та застосування монетарних правил, можна зробити висновок щодо доцільності повноцінного використання даного інструменту лише за умови впровадження режиму інфляційного таргетування. Впровадження інших режимів монетарної політики (крім таргетування валютного курсу), при умові визначення однією із пріоритетних цілей монетарної політики досягнення цінової стабільності, також створює умови для обмеженого застосування монетарних правил. Після

внесення у липні 2010 року змін до закону «Про Національний банк України», пріоритетною ціллю Національного банку є досягнення та підтримка цінової стабільності у державі. Після цього проблема розробки монетарного правила набула практичного значення та характеризується істотним рівнем актуальності.

4. Проаналізовано ефективність реформування монетарної політики в Україні, у напрямку посилення її орієнтації на цінову стабільність. Встановлено, що з одного боку, вдалось досягти цільових орієнтирів інфляції за результатами 2010 та 2011 років. З іншого боку, аналіз волатильності обмінного курсу, волатильності індексів споживчих цін, динаміки валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку та динаміки інфляційних очікувань суб'єктів господарювання засвідчує недостатню внутрішню узгодженість та ефективність реформування монетарної політики у напрямку запровадження інфляційного таргетування.

5. Виділено три ключові етапи розробки експліцитного правила монетарної політики: 1) вибір базової форми правила; 2) визначення рівноважних значень параметрів, що включаються у правило; 3) оцінка параметрів та коефіцієнтів правила.

6. Результати вивчення міжнародного досвіду дають підстави для висновку щодо переважного застосування монетарних правил для визначення базової відсоткової ставки центрального банку. У роботі досліджено правило розроблене Д. Тейлором, яке є найбільш поширеним монетарним правилом для процентної ставки, а також проаналізовано основні його модифікації. Однак, дане правило не може слугувати базовою формою для розробки монетарного правила для України, враховуючи неефективність процентного каналу трансмісійного механізму в нашій державі. Зроблено висновок щодо доцільності обрання у якості базової форми монетарного правила для України правила для грошових агрегатів, розробленого Б. МакКаламом. Воно може розглядатись як результат діалектичного розвитку правила постійного темпу приросту грошової маси М. Фрідмена.

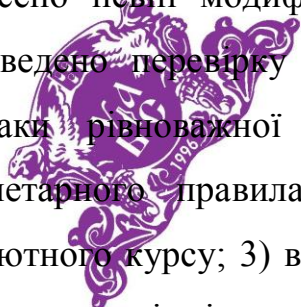


7. Незважаючи на фундаментальний характер зв'язку між грошовою масою та макроекономічними параметрами (рівняння обміну І. Фішера), існує багато чинників, що визначають силу, напрямок та форму даного зв'язку. До зазначених чинників відносяться: рівень монетизації, швидкість обігу грошей, значення грошового мультиплікатора, рівень доларизації, структуру грошової маси і т.д.

8. Для оцінки рівноважних рівнів номінального та реального ВВП, які включаються у монетарне правило, обґрунтовано доцільність застосування модифікованого фільтру Ходріка-Прескота, що застосовується фахівцями Світового банку та ґрунтується на використанні матричного аналізу. Використовуючи модифікований фільтр Ходріка-Прескота, автором визначено згладжені (рівноважні) прирости реального ВВП України за період з 01.01.2001 року по 01.04.2012 року.

9. На основі розробки багатофакторних регресійних моделей, проведено оцінку параметрів та коефіцієнтів експліцитного монетарного правила для економіки України. У модель включено параметри, що застосовуються у правилі МакКалама, усі показники використовуються у формі квартальних темпів приросту до відповідного кварталу попереднього року. За результатами розрахунків за період з 4-го кв. 2003 до 1-го кв. 2012 року отримана статистично значима багатофакторна регресійна модель. Розроблена багатофакторна модель підтверджує наявність статистично значущого зв'язку між основними параметрами монетарного правила для економіки України.

10. Розроблено та досліджено багатофакторні регресійні моделі у які внесено певні модифікації у порівнянні з правилом МакКалама. Зокрема, проведено перевірку доцільності: 1) використання у якості результативної ознаки рівноважної динаміки грошової маси, розрахованої на основі монетарного правила М. Фрідмена; 2) включення у правило динаміки валютного курсу; 3) використання альтернативних показників інфляції (індекс споживчих цін, індекс цін виробників промислової продукції, базова інфляція, цільові показники інфляції). Отримані регресійні залежності характеризуються



досить високою загальною статистичною значимістю (R -квадрат $> 0,90$ та є значимими за F -критерієм). Однак, коефіцієнти при показниках, що відображають динаміку інфляції та динаміку валютного курсу не є значимими.

11. Зроблено висновок, що до моменту повноцінного впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування, експліцитне правило монетарної політики матиме обмежену сферу застосування. Його доцільно використовувати лише у якості додаткового інструменту аналізу ефективності реалізації грошово-кредитної політики. Однак, після завершення переходу до інфляційного таргетування та відновлення стійкого зв'язку між грошовою масою та ціновою динамікою в економіці України (що обумовить можливість включення у монетарне правило для грошової маси показника інфляції) дане правило може стати одним із основних інструментів формування та реалізації монетарної політики.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [147; 234; 388; 389; 394; 404; 407; 410; 411; 418].



РОЗДІЛ 5.

ФОРМУВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ РІВНОВАГИ НА ОСНОВІ РОЗВИТКУ ІНСТРУМЕНТАРІЮ АНТИЦИКЛІЧНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

5.1 Датування економічних циклів в Україні та деяких інших країнах Східної Європи

Як зазначалось у другому розділі роботи, у межах нашого дослідження ми розглядатимемо поняття «макроекономічна рівновага» з точки зору практичного підходу до регулювання економічних процесів: стан (процес розвитку) макроекономічної системи, який характеризується збалансованістю основних макроекономічних пропорцій, що забезпечують стійкий ріст ВВП в умовах цінової стабільності. Дане визначення тісно корелює із цілями державної економічної політики. Зокрема, як зазначалось у попередньому розділі дослідження, основною ціллю монетарної політики центральних банків країн з ринковою економікою є підтримання стабільно низьких темпів інфляції. Досягнення даної цілі повинно створювати необхідні макроекономічні умови для сталого економічного зростання. Таким чином, грошово-кредитна політика (у межах даного дослідження поняття «монетарна політика» та «грошово-кредитна політика» вживаються як тотожні) безпосередньо впливає на формування макроекономічної рівноваги.

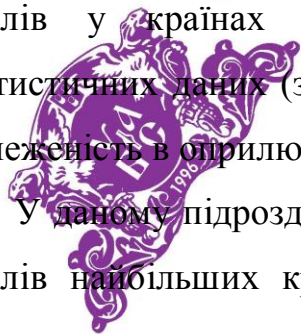
У даному розділі дослідження ми зупинимось на проблемі забезпечення макроекономічної рівноваги шляхом реалізації антициклічної грошово-кредитної політики. Однак, вивчення підходів щодо формування даного виду монетарної політики передбачає необхідність визначення економічних циклів. У відповідності до уявлень більшості науковців економічні цикли доцільно розглядати як коливальні процеси макроекономічної кон'юнктури навколо

певних рівноважних значень агрегованих макроекономічних показників: ВВП, інфляція, обмінний курс і т. д. Згладжування коливань макроекономічної динаміки засобами грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик є одним із пріоритетних завдань держави у контексті забезпечення сталого економічного розвитку. У свою чергу, ретроспективний аналіз ефективності застосування антициклічних заходів та розробка перспективних планів щодо регулювання фаз економічних циклів можуть ефективно реалізовуватись лише на основі врахування результатів досліджень параметрів економічних циклів.

Закордонні дослідники переважно застосовують два стандартні методи датування піків і нижніх точок (дна) циклів ділової активності в окремих країнах та на глобальному рівні: статистичні процедури і методи суб'єктивної оцінки [287; 289; 290; 295]. Статистичні методи ґрунтуються на використанні показників реального ВВП. Суб'єктивні методи враховують динаміку значної кількості макроекономічних показників (реального ВВП, промислового виробництва, торгівлі, потоків капіталу, споживання нафти, безробіття). Останній метод, наприклад, використовується Національним бюро економічних досліджень США. На сайті даної організації наведено інформацію щодо методичних підходів датування фаз циклів ділової активності США а також результати даних оцінок [293].

У закордонній науковій літературі та аналітичних матеріалах міжнародних організацій ґрунтовно розглядаються як методики оцінки циклів ділової активності, так і результати застосування даних методик для країн з розвинутою економікою. З іншого боку, відсутні дослідження економічних циклів у країнах СНД, що переважно обумовлюється обмеженістю статистичних даних (з огляду на недосконалість їх збору та обробки, а також обмеженість в оприлюдненні).

У даному підрозділі роботи ми зосередимось на дослідженні економічних циклів найбільших країн СНД (Росія, Україна, Казахстан та Білорусія) із використанням двох підходів. Перший ґрунтується на застосуванні процедури Брай-Бошена (Bry-Boschen), яка була змодельована у автоматизованій системі

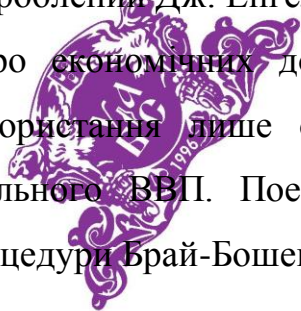


MatLab Дж. Енгелем (James Engel) [285]. Даний програмний код був модифікований [348] для оптимізації порядку розрахунку відповідно до специфіки представлення даних щодо реального ВВП для країн СНД, а також адаптації до нової версії програми MatLab.

Другий підхід передбачає дослідження динаміки реального ВВП у відповідності до процедури Брай-Бошена для квартальних даних [287; 288], яка використовується Міжнародним Валютним Фондом. Отримані результати використовуватимуться при вивченні підходів щодо застосування антициклічної грошово-кредитної політики для підтримки макроекономічної рівноваги. Даний підхід використовувався у огляді світової економіки і фінансів МВФ [289, с. 105] для визначення циклічних піків і нижніх точок динаміки реального ВВП.

Таким чином, обидва підходи ґрунтуються на застосуванні процедури Брай-Бошена. Дана процедура передбачає аналіз часових рядів ВВП на основі врахування двох основних правил [286, с. 7; 287; 289]: кожна фаза (від зростання до спаду і навпаки) повинна тривати не менше 2 кварталів; бізнес-цикл від піку до піку чи від дна до дна повинен тривати хоча б 5 кварталів для розрізнення його від сезонного коливання. Особливість першого підходу до визначення циклів полягає у: можливості розрахунку додаткових характеристик циклічності економічних процесів, а також більшої формалізації процедури визначення поворотних точок циклу основні складові якої розглядатимуться нами нижче.

Розглянемо більш детально порядок реалізації *першого підходу*. Алгоритм розроблений Дж. Енгелем (James Engel) ґрунтується на методиці Національного бюро економічних досліджень. Однак, на відміну від неї він передбачає використання лише одного часового ряду для визначення фаз циклів – реального ВВП. Поетапну роботу алгоритму датування циклів на основі процедури Брай-Бошена наведено на рисунку 5.1.



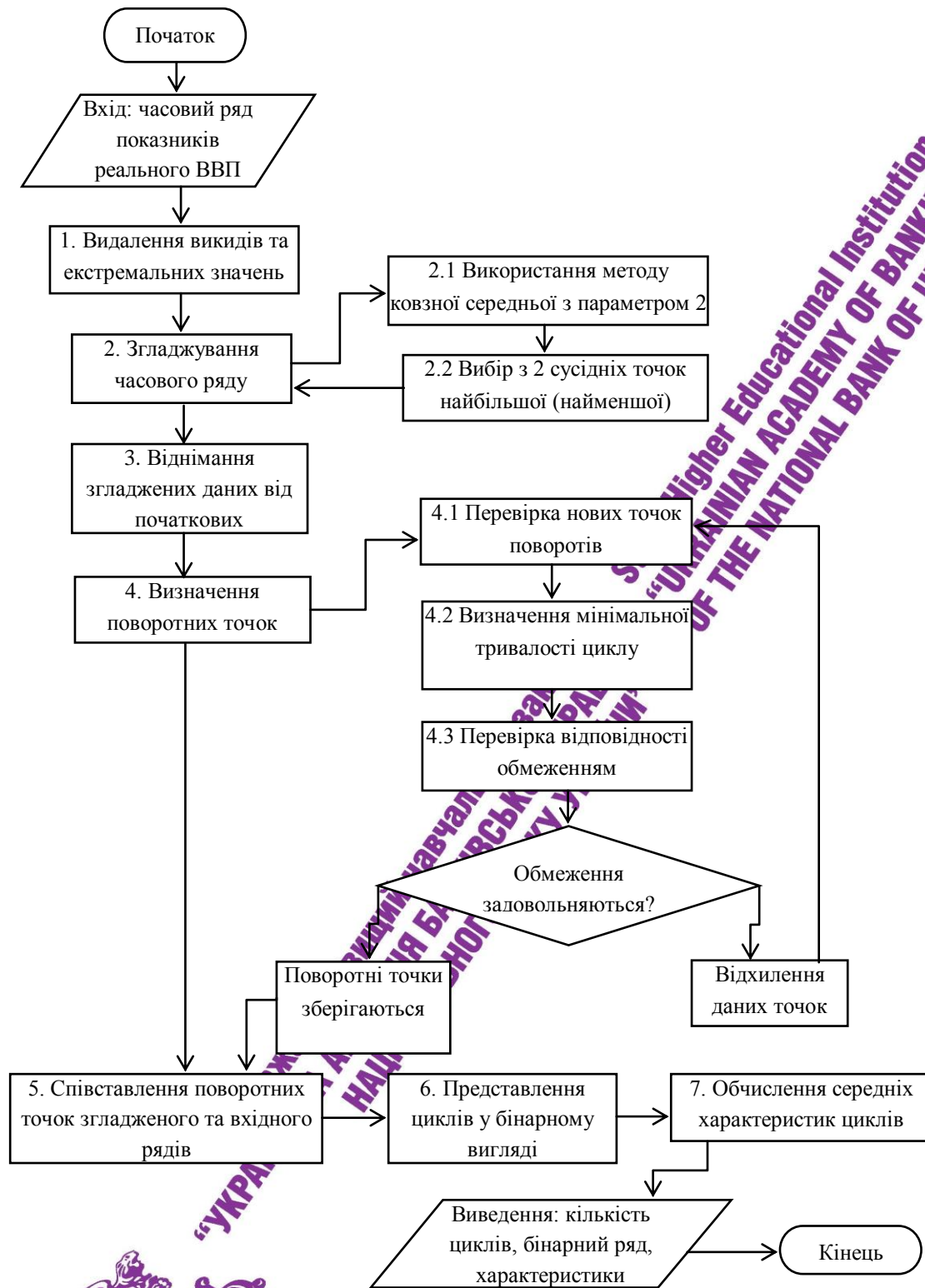


Рис. 5.1 Схема роботи алгоритму програми на основі процедури Брай-Бошена [348]

Потрібно зазначити, що алгоритм передбачає виконання 5 правил (обмежень) щодо квартальних даних ВВП: після зростання слідує спад, як наслідок кожному піку відповідає дно; кожна фаза (від зростання до спаду і

навпаки) повинна тривати не менше 2 кварталів; бізнес-цикл від піку до піку чи від дна до дна повинен тривати хоча б 5 кварталів для розрізнення його від сезонного коливання; поворотні точки протягом 2 кварталів на початку або в кінці часового ряду не враховуються як піки (нижні точки); перший або останній пік (дно) має бути більшим (меншим), ніж значення ближче до початку чи кінця часового ряду. Дані обмеження можуть відповідним чином трансформуватись при дослідженні циклічності річних (місячних) показників.

На першому етапі відбувається впорядкування вхідного часового ряду та підготовка його для подальшої обробки. Далі встановлюються ключові початкові параметри вхідних даних: перший квартал (місяць, рік) і останній квартал (місяць, рік). У наших дослідженнях, для усіх країн СНД, використовується один показник – квартальні темпи росту реального ВВП у відсотках до відповідного кварталу попереднього року. Після завершення наведених вище процедур проводиться логарифмування даних для приведення їх до однієї розмірності, а також усунення невизначеностей та шумів.

Другий етап реалізації алгоритму передбачає обчислення різниці між наступним і попереднім значеннями рядів даних. Є 2 основних припущення щодо цих даних: або вони спричинені економічними чинниками, або сезонними коливаннями. На наступному кроці проводиться згладжування за методом ковзної середньої для визначення основної тенденції вхідного ряду.

Згладжування методом ковзної середньої є найбільш поширеним способом видалення сезонної складової та ігнорування шуму в динаміці. З іншого боку, даний метод не змінює початкову тенденцію і є досить надійним [286, с. 8]. У досліджуваному алгоритмі використовується ковзна середня Спенсера, що направлена на виявлення основної динаміки при одночасному зниженні випадкової флуктуації (шуму) [294, с. 6-7]. Ідея згладжування полягає в тому, щоб брати 2 сусідніх значення ряду та замінювати їх середніми, таким чином отримуючи новий ряд для дослідження. Параметр згладжування 2 означає, що беруться усереднені значення для 2 сусідніх. Потім визначаються максимальні та мінімальні значення та поміщаються у масив.

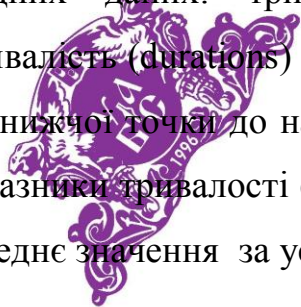
На третьому етапі проводиться віднімання згладжених даних від початкових і процедура повторюється, тобто поворотні точки визначаються знову, а потім порівнюються з двома попередніми масивами. Таким чином, усувається вплив сезонних чинників та підсилюється значення економічних чинників, що безпосередньо визначають ключові тенденції зміни досліджуваних показників.

Четвертий етап передбачає перевірку поворотних точок. Суть перевірки зводиться до наступних кроків: спочатку повторюють процеси згладжування та запису результатів до масиву. При підтвердженні збігу даних за трьома масивами ці точки визначаються поворотними для циклу. Далі визначається мінімальний цикл за тривалістю і проводиться перевірка відповідно до обмежень. Якщо умови не виконуються, то даний цикл відкидається, а далі проводиться обчислення наступного циклу.

У межах п'ятого етапу, для отриманих точок при зміні тенденції зі зростання до падіння, номер відповідного значення вхідних даних визначається як пікова точка. При наявності протилежних тенденцій визначаються номери значень вхідних даних, де спостерігаються найнижчі рівні показників порівняно з сусідніми.

Шостий етап передбачає оцінку тенденції, показуючи цикли у вигляді бінарного набору (почерговий опис циклів зміною нулів та одиниць). При зміні тенденції опис циклу визначається переходом до іншого бінарного числа. Для фази спаду всі елементи вхідного ряду подаються як 0, а зростання – 1.

На сьомому етапі розраховуються статистичні характеристики для вхідних даних: тривалість, амплітуда, кумулятивне зміщення, ексцес. Тривалість (durations) – кількість кварталів від піку до найнижчої точки або від найнижчої точки до наступного піку (рис. 5.2). У програмі розраховується два показники тривалості фаз циклу: середнє значення за усіма періодами спаду та середнє значення за усіма періодами зростання.



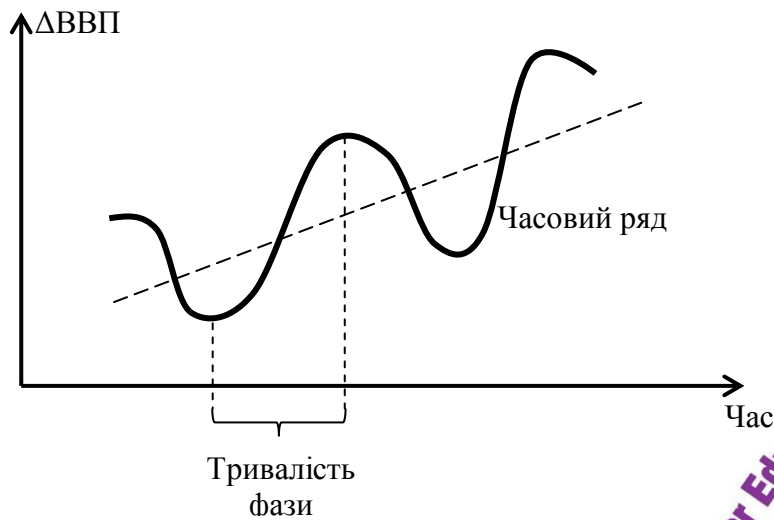


Рис. 5.2. Графічна інтерпретація тривалості фази економічного циклу

Амплітуда (amplitudes) – процентна зміна реального ВВП від піку до найнижчої точки або навпаки (рис. 5.3). У програмі розраховується два показники амплітуди фаз циклу: середнє значення за усіма періодами спаду та середнє значення за усіма періодами зростання.

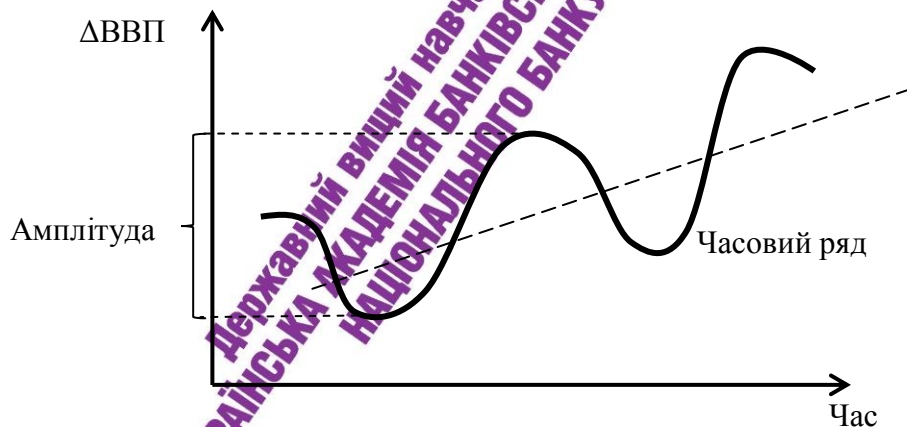


Рис. 5.3. Графічна інтерпретація амплітуди фази економічного циклу

Кумулятивне зміщення (cumulative movements) – розраховується окремо для піку та спаду як процентна зміна ВВП за усіма піками або спадами, поділена на кількість елементів ряду, з яких видалено шуми. Показує довгострокову тенденцію зміни фаз часового ряду. Порівнюються параметри тривалості кожної наступної фази відносно попередньої. Із ряду таких показників виводиться усереднене значення.

Ексцес (excess movements percent of triangle area) – стрімкість підвищення або спаду кривої у порівнянні з нормальним законом розподілу (гостріша чи пологіша). У даному випадку крива нормального розподілу описується трикутником із визначеними середніми параметрами за вибіркою, а перевищення окремої хвилі спаду чи росту показують гостріший нахил, вміщення в трикутник – пологіший (рис. 5.4).

Вигляд хвилі циклу
з гострою
вершиною і
значним
ексцесом

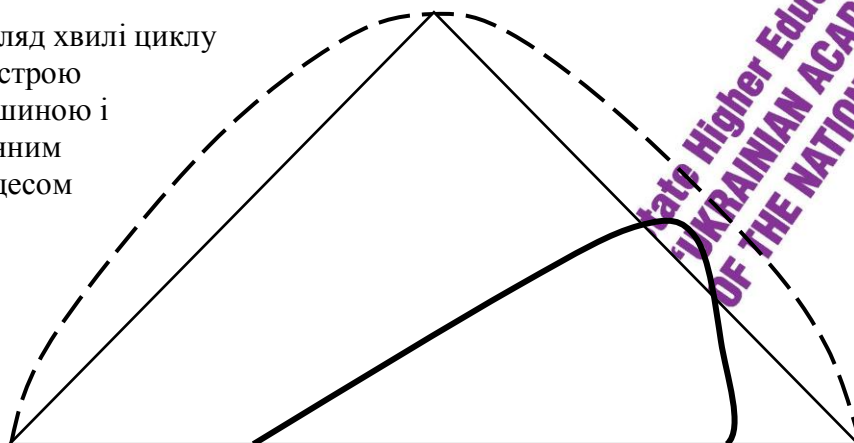


Рис. 5.4. Графічна інтерпретація ексцесу економічного циклу.

Розглянуті статистичні характеристики виводяться на екран після визначених поворотних точок циклів і бінарного ряду.

Адаптована програма була апробованій на вхідних даних для США: абсолютні значення реального ВВП за період із 1 кварталу 1969 року до 1 кварталу 2007 року [291]. Отримані нами поворотні точки циклів ділової активності США (табл. 5.1) співпадають із результатами представленими у роботі закордонних науковців (Don Harding and Adrian Pagan) [287, с. 32]. Таким чином, можна зробити висновок щодо адекватності роботи адаптованої програми.

Дослідимо економічні цикли найбільших країн СНД на основі квартальних показників реального ВВП. Початкові періоди часових рядів визначались на основі доступності даних для більшості країн, що входять у вибірку. Таким чином, для Росії, Казахстану та Білорусі межами часових рядів показників ВВП визначено: I квартал 1996 року та II квартал 2010 року. Для

України, у відповідності до наявності квартальних показників реального ВВП, визначено період дослідження з I кварталу 2000 року по III квартал 2010 року.

Таблиця 5.1
Результати моделювання економічних циклів на основі квартальних показників реального ВВП

Показник	країна				
	США	Україна	Росія	Білорусь	Казахстан
Кількість піків	5	3	4	6	5
Кількість спадів	5	3	5	6	4
Піки	3 кв. 1969 4 кв. 1973 1 кв. 1980 3 кв. 1981 2 кв. 1990	3 кв. 2001 3 кв. 2004 4 кв. 2006	4 кв. 1997 4 кв. 1999 2 кв. 2004 4 кв. 2007	1 кв. 1998 3 кв. 2000 2 кв. 2002 3 кв. 2004 1 кв. 2006 3 кв. 2008	1 кв. 1998 4 кв. 1999 3 кв. 2001 3 кв. 2006 4 кв. 2009
Спади	4 кв. 1970 1 кв. 1975 3 кв. 1980 1 кв. 1982 1 кв. 1991	4 кв. 2002 3 кв. 2005 1 кв. 2009	3 кв. 1996 4 кв. 1998 1 кв. 2002 1 кв. 2005 2 кв. 2009	1 кв. 1999 1 кв. 2001 2 кв. 2003 2 кв. 2005 4 кв. 2007 3 кв. 2009	3 кв. 1998 4 кв. 2000 2 кв. 2002 1 кв. 2009
Середня тривалість фази, к-ть кварталів:					
- росту	3,40	6,9	5,50	4,00	4,75
- спаду	17,25	6,6	7,25	4,40	7,00
Середня амплітуда фази, частки одиниці:					
- росту	-0,02	-0,17	-0,11	-0,07	-0,13
- спаду	0,18	0,08	0,09	0,05	0,13
Середнє кумулятивне зміщення фази, частки одиниці:					
- росту	-0,04	-0,41	-0,33	-0,17	-0,29
- спаду	2,37	0,32	0,35	0,16	0,44
Середнє значення ексцесу фази, частки одиниці:					
- росту	-2,98	0,05	-2,83	-0,39	-23,18
- спаду	14,63	7,71	18,08	24,14	-1,34

Джерело: власні розрахунки

Для економік СНД ключовою характеристикою циклічності обрано квартальні темпи росту реального ВВП до відповідного кварталу попереднього року. При виборі даного показника реального ВВП ми враховували два аспекти. По-перше, квартальні темпи росту реального ВВП є найбільш поширеним (у багатьох випадках єдиним) показником реального ВВП, що публікується у

країнах СНД. По-друге, як зазначалось на початку роботи, основною метою даного дослідження є аналіз параметрів економічних циклів для подальшого дослідження підходів до формування ефективної антициклічної грошово-кредитної політики. Дослідження саме темпів росту реального ВВП, а не абсолютних значень даного показника, дає можливість визначити поворотні точки макроекономічної динаміки, коли застосування інструментів антициклічної ГПП, враховуючи лаг їх впливу, буде більш ефективним.

Таким чином, враховуючи специфіку вхідних даних, на основі алгоритму розраховуються найнижчі точки (дно) як найменше значення на фазі уповільнення темпів зростання, хоча абсолютні показники ВВП можуть як зростати так і зменшуватись. Аналогічно точками зростання (пік) визначаються найбільші значення серед прискорень темпів зростання реального ВВП, причому абсолютні показники ВВП можуть як зростати так і зменшуватись. Отже, значна кількість (порівняно із США) піків та найнижчих точок у країнах СНД за відносно невеликий період дослідження пояснюється, перш за все, специфікою представлення вхідних даних.

На основі даних таблиці 5.1 проведемо короткий порівняльний аналіз характеристик циклів Росії, Казахстану та Білорусії. Показники економічних циклів України проаналізуємо окремо враховуючи відмінність у довжині вхідного часового ряду, що використовувався для аналізу. Потрібно зазначити, що економічний зміст даних характеристик дещо відрізняється від класичної їх інтерпретації, оскільки використовуються не абсолютні а відносні показники реального ВВП. Таким чином, вони повинні переважно розглядатись в аспекті опису параметрів макроекономічної динаміки, а не як характеристики класичних фаз економічного циклу.

Таким чином, для Росії та Казахстану визначено по 9 поворотних точок, а для Білорусії – 12, що свідчить про більшу волатильність макроекономічної динаміки в останній. Найдовші за середньою тривалістю фази прискорення та сповільнення макроекономічної динаміки спостерігались у Росії та становили 5,5 та 7,25 кварталів відповідно, а найкоротшими – у Білорусії, що також

пояснюється частою зміною (від прискорення до сповільнення і навпаки) темпів росту реального ВВП.

Серед країн СНД найбільш коливальні процеси спостерігаються в Казахстані. Кумулятивне зміщення фази росту найбільше для України (різкі скачки в зростанні), а фази спаду – для Казахстану (різкі зміни спаду). Кумулятивне зміщення характеризує зміну тенденції швидкості, крутості, тривалості хвилі. Тому для найбільших значень можна говорити про різкі скачки (по модулю), а найменших – про плавний перехід.

Амплітуда для фази росту, у межах даного алгоритму, формально характеризується від'ємним значенням. У відповідності до принципів розрахунку на основі послідовного аналізу часового ряду, амплітуда фази росту розраховується шляхом віднімання від значення дна циклу значення його піку. Застосування даного підходу для розрахунку амплітуди фази спаду дає додатне значення даної характеристики. Таким чином, знак даної характеристики має не економічне, а технічно-розрахункове значення і його не доцільно враховувати у процесі економічної інтерпретації параметрів циклів. Отже серед країн СНД, дані яких аналізувались нами за порівняльний проміжок часу, найбільші амплітуди фаз росту та спаду має Казахстан, а найменші – Білорусія.

Від'ємне значення ексцесу показує, що хвиля росту або спаду є більш пологою за стандартний графік нормального закону розподілу, що також описує окрему хвилю як ідеальний варіант розвитку. Додатне навпаки говорить про гостріший вигляд хвилі. У даному випадку розрахунки представлені у вигляді однієї хвилі росту і також однієї хвилі спаду як середніх значень по всім даним для кожної країни [287, 288].

Здебільшого ВВП країн характеризується пологим зростанням та стрімким спадом. На дані показники безпосередньо впливає тривалість фаз зростання та спаду, адже амплітуда фази при розрахунку ексцесу ділиться на її тривалість. Зазвичай ріст є невеликим протягом довгострокового періоду, а спад значним і коротким.

Розглянутий алгоритм може бути використаний також для дослідження фаз циклу за місячними показниками реального ВВП. Наведемо приклад розрахунку параметрів циклів для України за період з 1996 по 1999 роки, коли публікувались не квартальні а місячні темпи росту реального ВВП (табл. 5.2).

Таблиця 5.2
Результати моделювання економічних циклів України за місячними показниками реального ВВП

Показник	Україна
Кількість піків	6 міс. 1996 р. 7 міс. 1998 р.
Кількість спадів	10 міс. 1997 р. 8 міс. 1999 р.
Середня тривалість фази, к-ть місяців:	
- росту	7,50
- спаду	18,00
Середня амплітуда фази, частки одиниці:	
- росту	-0,04
- спаду	0,11
Середнє кумулятивне зміщення фази, частки одиниці:	
- росту	-0,14
- спаду	1,26
Середнє значення ексцесу фази, частки одиниці:	
- росту	3,15
- спаду	17,07
Середня помилка тривалості фази, %:	
- росту	0,09
- спаду	0,00
Середня помилка амплітуди фази, %:	
- росту	-0,66
- спаду	0,00
Середня помилка ексцесу фази, %:	
- росту	9,77
- спаду	0,00

Джерело: власні розрахунки

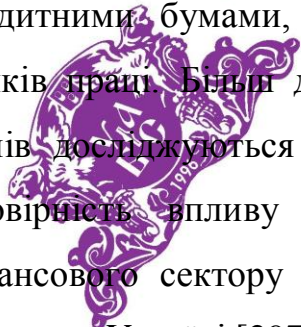
Таким чином, протягом періоду дослідження спостерігалось по 2 фази спаду та росту. Середня тривалість фази росту – 7,5 місяців, а спаду – півтора роки. Відсоткова зміна ВВП при падінні майже у 3 рази перевищує аналогічний показник при зростанні. Наведені характеристики свідчать про негативні тенденції і майже постійний спад економіки України протягом 1996 – 1999 років. Аналогічні висновки можна зробити з даних кумулятивного зміщення.

Піки росту та спаду характеризуються гострішим кутом, ніж хвиля нормального закону розподілу (діапазону трикутника нормальності). Причому дане твердження перш за все стосується фаз зменшення темпів росту реального ВВП, які характеризувались значно більшими значеннями ексцесу. Помилки є незначними, що свідчить про адекватність побудованої моделі. Виключенням є значущість ексцесу для фаз росту, тому що вони тривали недовго і даних, що їх характеризують, набагато менше в сукупній вибірці, яка аналізувалася.

Таким чином, у результаті застосування першого підходу визначено поворотні точки макроекономічної динаміки найбільших економік СНД за період з 1996 по 2010 роки. Також проведено порівняльний аналіз характеристик економічних циклів Росії, України, Казахстану та Білорусії, що дозволило зробити висновки про відносні параметри їх економічного розвитку.

Далі дослідимо результати застосування *другого підходу* щодо аналізу економічних циклів. Як зазначалось вище, другий підхід ґрунтується на спрощеному аналізі динаміки реального ВВП у відповідності до процедури Брай-Бошена для квартальних даних, яка використовується Міжнародним Валютним Фондом. Використовуючи процедуру Брай-Бошена, представники МВФ провели дослідження циклів ділової активності в 21 країні з розвинутою економікою за період з 1960 по 2009 рік [289, с. 99-108]. Основні результати даного дослідження наведені у таблиці 5.3.

Спади, пов'язані з фінансовими кризами, як правило, були більш гострими і тривалими, а підйоми після таких спадів зазвичай були повільнішими. Спади спричинені фінансовими кризами були пов'язані із кредитними бумами, що характеризувалися перегрівом товарних ринків і ринків праці. Більш детально методика визначення та параметри кредитних бумів досліджуються у роботі [305]. Експерти також вказували на високу ймовірність впливу кредитного буму 2003-2004 років на стабільність фінансового сектору та макроекономічної кон'юнктури у економіках СНД, зокрема в Україні [297; 316].



Узагальнена статистика циклів ділової активності у країнах з розвинутою економікою за період з 1960 по 2009 роки

Характеристики циклів	Тривалість ¹			Амплітуда ²		
	Спад	Пожвавлення ³	Підйом	Спад	Пожвавлення ⁴	Підйом
Усі цикли						
Середнє (1)	3,64	3,22	21,75	-2,71	4,05	19,56
Середньоквадратичне відхилення (2)	2,07	2,72	17,89	2,98	3,12	17,5
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,57	0,84	0,82	1,08	0,77	0,89
Кількість спостережень	122	109	122	122	112	122
Спади спричинені фінансовими кризами						
Середнє (1)	5,67**	5,64**	26,40***	-3,39	2,21***	19,47
Середньоквадратичне відхилення (2)	3,15	3,32	24,74	3,25	1,18	20,46
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,56	0,59	0,94	0,96	0,53	1,05
Кількість спостережень	15	11	15	15	13	15
Спади із високим рівнем синхронізації						
Середнє (1)	4,54***	4,19*	19,97***	-3,45*	3,66**	16,24*
Середньоквадратичне відхилення (2)	2,5	3,59	15,32	2,96	1,72	11,85
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,55	0,86	0,77	0,86	0,47	0,73
Кількість спостережень	37	32	37	37	34	37
Спади, що пов'язані із фінансовими кризами та із значним рівнем синхронізації						
Середнє	7,33	6,75	24,33	-4,82	2,82	18,83

Джерело: [289, с.107].

Позначення *, ** и *** характеризують статистичну значимість на рівні 10, 5 та 1 відсотка, відповідно.

¹Кількість кварталів.

²Процентна зміна реального ВВП.

³Кількість кварталів до відновлення до рівня попереднього піка.

⁴Процентне збільшення реального ВВП через рік після завершення спаду.

Спади, пов'язані як з фінансовими кризами, так і з глобальним спадом, характеризувалися надзвичайною гостротою і тривалістю. У середньому подібні спади продовжувалися приблизно два роки. Під час таких спадів реальний ВВП скорочувався більше ніж на 4,75%.

Для дослідження циклічності економічних процесів у країнах СНД використовуємо підходи подібні до проаналізованої вище методики МВФ. У якості основного показника датування економічних циклів використовувалися річні темпи росту реального ВВП за період з 1991 по 2011 роки (Додаток Б).

Для уточнення поворотних точок циклів також використовувались, при наявності відповідних даних, квартальні показники реального ВВП.

До вибірки включено 11 країн-членів СНД та Грузію, яка вийшла зі складу СНД у серпні 2009 року. У таблиці 5.4 наведено реальний ВВП країн СНД виражений у млрд. дол. США за 1990 рік (перший рік незалежності) та 2009 рік, а також визначено частку кожної країни у сукупному ВВП СНД.

Таблиця 5.4
ВВП країн СНД у фіксованих цінах 2005 року, мільярд дол.

Країна	1990 рік		2009 рік		Темп росту 2009/1990	Перевищення рівня 1990 року	
	значення	частка	значення	частка		значення	рік
Арменія	4 076	0,36%	5 793	0,51%	142%	4 304	2004
Азербайджан	11 961	1,07%	26 949	2,35%	225%	13 245	2005
Білорусія	23 782	2,13%	39 876	3,48%	168%	24 773	2003
Грузія*	11 939	1,07%	7 743	0,68%	65%	-	
Казахстан	50 230	4,50%	71 770	6,27%	143%	52 073	2004
Киргизстан	3 069	0,27%	3 055	0,27%	100%	-	
Молдова	6 101	0,55%	3 252	0,28%	53%	-	
Росія	845 224	75,68%	865 354	75,61%	102%	889 616	2007
Таджикистан	3 824	0,34%	2 962	0,26%	77%	-	
Туркменістан	8 609	0,77%	12 414	1,08%	144%	8 676	2005
Україна	137 383	12,30%	86 480	7,56%	63%	-	
Узбекистан	10 664	0,95%	18 873	1,65%	177%	10 962	2001
Всього по СНД	1 116 862	100,00%	1 144 521	100,00%	102%		

* у серпні 2009 року вийшла із СНД.
Джерело: база даних статистичного департаменту ООН [306] та власні розрахунки

Використовуючи дані наведені у таблиці 5.4 можна визначити найбільші економіки СНД: Росія (75,6% сукупного реального ВВП СНД), Україна (7,6%), Казахстан (6,3%), Білорусія (3,5%). У сукупності дані країни продукують близько 93% сукупного реального ВВП СНД. Дані держави також є безумовними лідерами СНД за обсягами зовнішньоторговельного обороту, промислового виробництва та іншими показниками економічного розвитку. Структура економіки даних країн досить диверсифікована і дозволяє застосовувати прийняті у міжнародній практиці заходи економічної, зокрема грошово-кредитної політики. Таким чином, у подальшому ми переважно

досліджуватимемо параметри економічних циклів та заходи грошово-кредитної політики саме цих країн.

Також у таблиці 5.4 визначено рік у якому окремі країни СНД остаточно відновились від економічного спаду обумовленого розпадом СРСР і досягли значення реального ВВП, що перевищує рівень 1990 року. За динамікою економічного розвитку усі країни СНД можна умовно поділити на три групи:

1. країни, що найбільш динамічно розвивались: Азербайджан, Білорусія, Узбекистан, Туркменістан, Казахстан, Армения; темпи росту реального ВВП даних країн, протягом періодів зростання, переважно знаходились у межах 142-225%;
2. країни, що забезпечили відновлення економіки. Росія та Киргизстан;
3. країни, що не відновились після спаду спричиненого розпадом СРСР: Грузія, Молдова, Таджикистан, Україна.

Інформаційною основою дослідження слугували дані: сайту статистичного департаменту ООН [306], сайту Міждержавного статистичного комітету Співдружності Незалежних Держав [309], сайтів національних статистичних комітетів. Параметри економічних циклів країн СНД наведено у Додатку Б.

Ми вважали, що у кожній країні фаза пожвавлення тривала до моменту перевищення реальним ВВП, передкризового рівня 1990 року (табл. 5.4). Після досягнення цього обсягу можна вважати, що національна економіка перейшла у фазу підйому. Для визначення амплітуди фази пожвавлення ми розраховували процентне збільшення реального ВВП у порівнянні із рівнем 1990 року. Для спадів спричинених фінансовою кризою 2008-2009 років амплітуда фази пожвавлення, у відповідності до підходу МВФ (табл. 5.3), визначалась як процентне збільшення реального ВВП через рік після завершення спаду (тобто реальний ріст ВВП за 2010 рік).

Як видно із Додатку Б, протягом останніх 20 років у країнах СНД спостерігалось 14 завершених циклів. За результатами 2010 року 6 економік перебуває на фазі пожвавлення, 5 економік – на фазі росту та 1 економіка – на фазі спаду. Фаза спаду у країнах СНД у середньому продовжувалась 12,2

квартали тоді як у розвинених країнах у 3,4 рази менше (табл. 5.3). Середня тривалість фази пожвавлення по країнам СНД становила 19,7 квартали, що у 6 разів перевищує тривалість даної фази у економічно розвинених країнах. Фази підйому у країнах СНД у середньому тривала 15,9 кварталів, тоді як у розвинених країнах 21,8 квартали.

Амплітуда спаду у країнах СНД в середньому складала 26,3% реального ВВП, а у економічно розвинених країнах становила 2,7%. Амплітуда пожвавлення у країнах СНД в середньому складала 47,4%, що перевищувало відповідний показник розвинених країнах більше ніж у 10 разів. Довша фаза пожвавлення у країнах СНД обумовлюється безпрецедентним за тривалістю та амплітудою спадом, який був спричинений розпадом СРСР.

Фінансово-економічна криза 2008-2009 років спричинила завершення фази пожвавлення у трьох циклах ділової активності та фази підйому у чотирьох циклах. Три епізоди спадів, після короткострокового пожвавлення, обумовлюються фінансовою кризою 1998 року. Фаза спаду спричинена розпадом СРСР у половині країн-членів СНД завершилась за результатами 1995 року, а ще у 3-х країнах за результатами наступного року (Додаток Б). Таким чином, спади у країнах СНД характеризувались високою синхронністю. Висновок щодо високого рівня синхронізації економічних циклів у країнах СНД підтверджується коефіцієнтами кореляції річних темпів росту ВВП країн СНД за період з 1991-2010 рр. (Додаток Д). Коефіцієнти кореляції між економічними циклами Росії, України, Казахстану та Білорусії є одними із найбільших.

Як зазначалось вище, практично усі спади у економіках країн СНД (не враховуючи спади, що почались у 1991 році внаслідок розпаду СРСР) були спричинені фінансовими кризами 1998 та 2008-2009 років (Додаток Б). Високосинхронізованими (спостерігались у 7 економіках із 12) можна вважати спади спричинені світовою фінансовою кризою 2008-2009 років. Тривалість спадів у країнах із розвинутою економікою, які були спричинені фінансовою кризою та із значним рівнем синхронізації становила 7,3 кварталів (табл. 5.3),

що на 3,2 квартали більше ніж середня тривалість подібних спадів у країнах СНД (Додаток В). Амплітуда високосинхронізованих спадів спричинених фінансовою кризою у країнах СНД в середньому складала -8,0%, що у 1,7 рази більше ніж для синхронних спадів у економічно розвинених країнах пов'язаних із фінансовою кризою. Показники варіації параметрів високосинхронізованих циклів спричинених фінансовою кризою засвідчують їх однорідність у розрізі країн.

У додатку Б також наведено показники економічних циклів найбільших економік СНД: Росія, Україна, Казахстан та Білорусія. Отримані дані щодо датування циклів найбільших економік СНД підтверджуються результатами використання програмного забезпечення [285] адаптованого до специфіки представлення даних щодо квартального ВВП у країнах СНД. Не зважаючи на високу синхронність динаміки економічних циклів у даних країнах, показники варіації засвідчують наявність суттєвих відмінностей у тривалості та амплітуді фаз циклів. У найбільших економіках СНД спостерігались менш тривалі фази поживлення та підйому ніж у середньому по СНД, а також менша амплітуди падіння та росту реального ВВП. Дані показники пояснюються більшою інерційністю великих економік.

На рисунках 5.5 – 5.8 наведено річну та квартальну динаміку реального ВВП найбільших економік СНД у 1991-2012 роках. Також наведено поліноміальні тренди другого степеня динаміки річного реального ВВП. Дані тренди дають можливість визначити довгострокові тенденції циклічного розвитку економічних процесів у найбільших економіках СНД та сформулювати висновок про високий рівень синхронізації економічних циклів. Розглянемо більш детально поворотні точки економічних циклів.

У Росії фаза спаду тривала з 1991 року до II кварталу 1997 року включно, фаза поживлення тривала протягом III та IV кварталу 1997 року (рис. 5.5). Протягом 1998 року та I кварталу 1999 року спостерігалась фаза спаду спричиненого фінансовою кризою 1998 року, яка завершилась оголошенням дефолту. Починаючи з II кварталу 1999 року спостерігались фази поживлення

та росту, які тривали 36 та 3 квартали відповідно. Починаючи з IV кварталу 2008 року спостерігалась фаза спаду, яка тривала 5 кварталів; з I кварталу 2010 року почалась фаза пожвавлення.

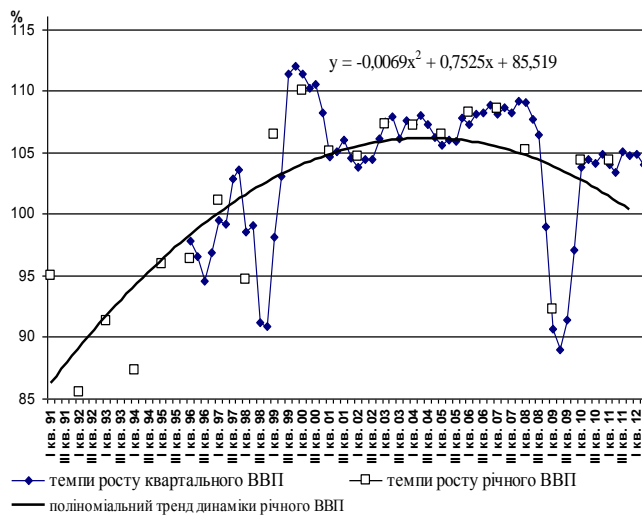


Рис. 5.5. Динаміка реального ВВП Росії.

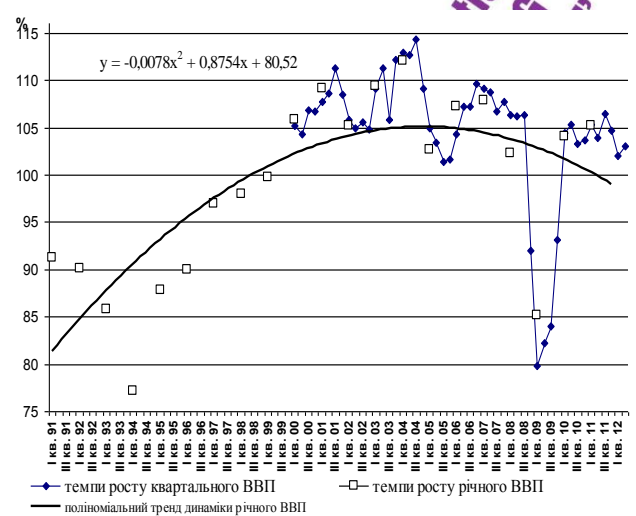


Рис. 5.6. Динаміка реального ВВП України

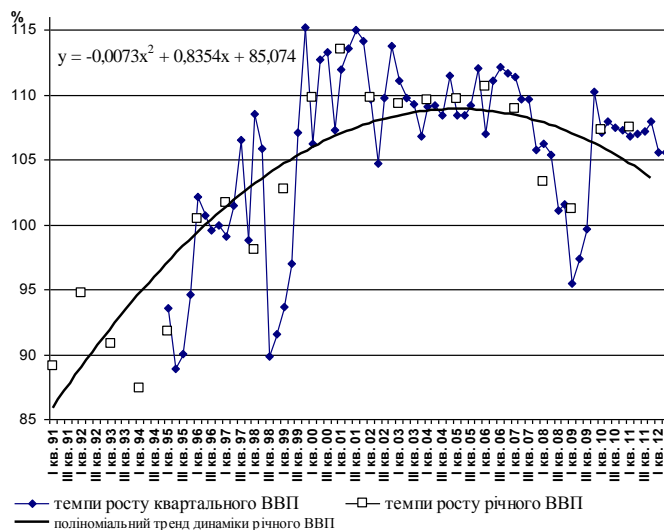


Рис. 5.7. Динаміка реального ВВП Казахстану

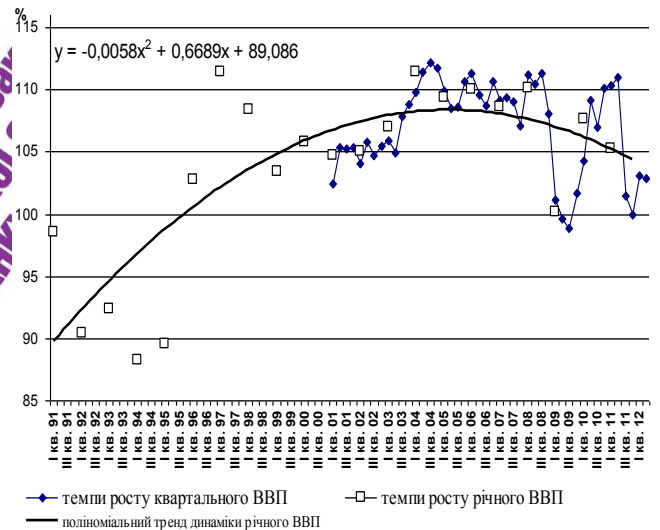


Рис. 5.8. Динаміка реального ВВП Білорусії

Джерела: власні розрахунки на основі даних [306], [309] та інформації національних статистичних комітетів

В Україні фаза спаду тривала з 1991 до 1999 рік включно, далі почалась фаза пожвавлення, яка тривала 37 кварталів (рис. 5.6). Потрібно зазначити, що Україна єдина з поміж визначених нами найбільших економік СНД, не перейшла у фазу підйому оскільки не відновила абсолютні обсяги ВВП у порівнянні з 1990 роком. Фаза спаду тривала 5 кварталів до IV кварталу 2009 року включно. Починаючи з I кварталу 2010 року економіка України перейшла у фазу пожвавлення.

У Казахстані фаза спаду тривала з 1991 року до 1995 року включно, фаза пожвавлення тривала 6 кварталів (рис. 5.7). Потрібно зазначити, що окремі періоди у 1996-1997 роках можна ідентифікувати як «періоди невизначеності», коли динаміка квартальних показників реального ВВП не відповідала критерію мінімальної тривалості фаз циклів, що передбачений процедурою Брай-Бошена (Bry-Boschen) для квартальних даних [287; 288]. Протягом першої половини 1998 року та другої половини 1999 року тривала фаза спаду спричиненого фінансовою кризою 1998 року. Починаючи з III кварталу 1999 року спостерігалась фаза пожвавлення а потім росту, які тривали 20 та 18 кварталів відповідно. Починаючи з I кварталу 2009 року спостерігалась фаза спаду, яка тривала до III кварталу 2009 року включно. З IV кварталу 2009 року економіка Казахстану перейшла у фазу пожвавлення.

У Білорусії фаза спаду тривала з 1991 року до 1995 року включно, фаза пожвавлення тривала наступні 8 років (рис. 5.8). З 2004 року почалась фаза підйому, яка завершилась спадом протягом II та III кварталів 2009 року. Далі почалась фаза пожвавлення, а потім фаза підйому.

Світова фінансова криза 2008-2009 років спричинила завершення фази пожвавлення (підйому) у більшості країн СНД. Як наслідок, з одного боку актуалізувалась проблема антициклічного регулювання економічних процесів, а з іншого – з'явилась можливість повноцінного дослідження параметрів економічних циклів країн СНД. Протягом останніх 20 років у країнах СНД спостерігалось 14 завершених циклів. За результатами 2010 року 6 економік перебуває на фазі пожвавлення, 5 економік – на фазі росту та 1 економіка – на фазі спаду.

Потрібно зазначити, що виявлені характеристики циклів країн СНД суттєво відрізняються від аналогічних параметрів циклів розвинених країн: 1) фаза спаду в країнах СНД у середньому тривала в 3,4 рази довше, а амплітуда падіння була у 9,7 разів більша ніж у розвинених країнах; 2) фаза пожвавлення, кількість кварталів до відновлення до рівня попереднього піку (для країн СНД брався показник ВВП за 1990 рік), тривала у 6 разів довше ніж у розвинених

країнах. Наведені відмінності перш за все пояснюються системною економічною кризою 1991-1995 років, яка була спричинена розпадом СРСР та необхідністю переходу від планової до ринкової економіки. Більшість країн СНД наростили обсяги ВВП до рівня передкризового 1990 року лише у 2003-2007 роках.

Більш детально нами проаналізовано економічні цикли найбільших економік СНД: Російської Федерації, України, Казахстану та Білорусії, які у сукупності продукують близько 93% сукупного реального ВВП СНД. На основі оцінки піків фази підйому та встановлення меж фази спаду, для даних країн визначено періоди протягом яких було доцільно застосовувати рестрикційну або експансіоністську грошово-кредитну політику відповідно.

Порівнюючи результати застосування розглянутих вище підходів до визначення економічних циклів потрібно зазначити наступне. Результати застосування першого підходу (табл. 5.1) та результати застосування другого підходу (Додаток В) істотно відрізняються, що обумовлено декількома чинниками. По-перше, для датування циклів у межах даних підходів застосовувались різні види вхідних даних, перший застосовувався для квартальних темпів росту ВВП, а другий – для річних темпів росту ВВП. Використання річних показників реального ВВП обумовлювалось відсутністю квартальних даних для деяких країн СНД.

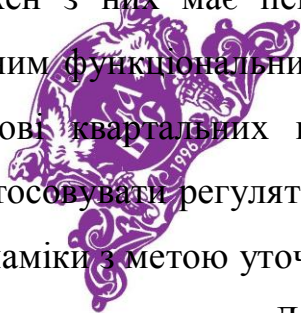
По-друге, перший підхід ґрунтувався на вхідних показниках, що охоплювали менший період часу. Обмеження періоду дослідження обумовлюється відсутністю даних щодо квартальних показників динаміки реального ВВП для найбільших країн СНД у період з 1991 до 1995 року, а для України у період з 1991 до 1999 року. По-третє, у межах другого підходу виділялась фаза поживлення, що не передбачено алгоритмом, який застосовувався у першому підході.

По-четверте, відмінності у методиці дослідження: перший підхід ґрунтувався на формальному врахуванні критеріїв покладених в основу алгоритму, а другий – передбачав врахування суджень дослідника. Як наслідок,

у межах першого підходу до спадів відносились періоди зменшення темпів росту реального ВВП протягом як мінімум 2-х кварталів, а у межах другого – лише періоди фактичного зменшення ВВП.

На нашу думку, остання відмінність є найбільш важливою: віднесення до спадів періодів сповільнення темпів росту реального ВВП (а до піків періодів прискорення динаміки даного показника) обумовили визначення більшої кількості циклів у межах першого підходу. Наприклад, для України у межах першого підходу визначено 6 поворотних точок циклу, а у межах другого – 4; для Російської Федерації та Казахстану визначено 9 та 6 поворотних точок циклу відповідно. Таким чином, у межах першого підходу визначались усі поворотні точки циклу виявлені при застосуванні другого підходу, а також додатково враховувались періоди прискорення та сповільнення динаміки реального ВВП, що відповідали правилам покладеним в основу алгоритму. Результати застосування даних підходів будуть більш схожими при умові використання у межах першого підходу абсолютних показників реального ВВП, а не їх темпів росту. З одного боку, квартальні дані реального ВВП не завжди доступні для досліджуваного періоду та сформованої вибірки країн, а з іншого – результати аналізу економічних циклів на основі темпів росту дають можливість більш точного застосування інструментів монетарної політики для превентивного реагування центрального банку на зміну макроекономічної динаміки.

Підсумовуючи результати порівняльного аналізу розглянутих у даному підрозділі роботи підходів щодо визначення економічних циклів зазначимо, що кожен з них має певну практичну цінність, однак вони характеризуються різним функціональним навантаженням. Моделювання економічних циклів на основі квартальних показників реального ВВП (перший підхід) доцільно застосовувати регулятору, як додатковий інструмент аналізу макроекономічної динаміки з метою уточнення параметрів поточної монетарної політики, а також для прогнозування. Дослідження динаміки реального ВВП у відповідності до методики МВФ (другий підхід) переважно доцільно використовувати



науковцям для ретроспективного аналізу економічних процесів та дослідження ефективності державної економічної політики спрямованої на згладжування циклічних коливань макроекономічних параметрів.

Враховуючи зазначене вище, у наступному підрозділі роботи, для обґрунтування напрямків розробки та впровадження ефективної антициклічної грошово-кредитної політики, використовуватимуться результати отримані при застосуванні другого підходу. Найбільшу цінність отримані результати становлять для ретроспективного аналізу та прогнозування періодів застосування рестрикційної та експансіоністської грошово-кредитної політики. Для об'єктивного прогнозування періодів застосування даних видів монетарної політики, запропоновані у даній роботі підходи повинні доповнюватись іншими методами визначення фаз економічних циклів, які розглядаються у науковій літературі.

5.2 Досвід центральних банків щодо застосування антициклічної монетарної політики для досягнення макроекономічної рівноваги

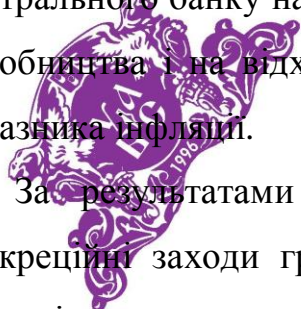
Заходи макроекономічної політики, зокрема монетарної, спрямовані на згладжування циклічних коливань є важливою передумовою збереження рівноваги та стійкого економічного росту. Науковці розвинених країн [305; 311; 315] постійно досліджують проблему впливу монетарної політики на фази економічних циклів. Підвищення цікавості до даних досліджень спостерігається у періоди економічних криз. Специфіка виникнення та розвитку світової фінансової кризи 2008-2009 років підтверджує перманентну актуальність проблеми антициклічного регулювання як у теоретичному, так і у практичному аспектах. У даному підрозділі роботи ми зосередимось на вивченні досвіду впливу центральних банків розвинених країн та центральних банків

найбільших економік СНД (Росія, Казахстан, Білорусія) на параметри економічних циклів.

Диспропорції та напруга існують у економіці практично будь-якої держави, але питання чому вони в одні періоди часу є майже не помітними, а в інші – спричиняють кризові явища, залишається дискусійним. При усіх варіаціях та уточненнях існують три основні теорії, що пояснюють причини циклічних коливань: перша пов'язує цикли із динамікою капіталовкладень (Е. Хансен), друга – із нерівномірним характером інноваційного процесу (Й. Шумпетер), третя – із коливаннями грошової маси (монетаристи: М. Фрідмен, А. Шварц, Е. Долан та ін.). Кожен із дослідників виділяє певний фактор та розглядає його у якості визначального. Враховуючи наведені вище завдання даної роботи, ми приймаємо за основу постулати теорії монетаризму, що були викладені ще в 1963 році у класичній роботі М. Фрідмена та А. Шварц [299] та деталізовані у контексті впливу грошей на бізнес цикли у роботі [300]. Теоретична інтерпретація фактичних результатів дослідження впливу центральних банків найбільших економік СНД на фази економічного циклу також ґрунтуватиметься на теорії монетаризму.

У аналітичних матеріалах МВФ наводяться результати аналізу впливу монетарної політики економічно розвинених країн на згладжування економічних циклів [289, с. 115-131]. У якості індикатора дискреційного компоненту грошово-кредитної політики використовувалась номінальна процентна ставка і відхилення реальної процентної ставки від ставки за правилом Тейлора [289, с. 120]. Дані індикатори повинні відображати реакцію центрального банку на зміни у розриві між фактичним і потенційним обсягами виробництва і на відхилення економіки від явного або непрямого цільового показника інфляції.

За результатами дослідження МВФ [289, с. 120] встановлено, що дискреційні заходи грошово-кредитної політики під час спадів у більшості випадків мали експансіоністську спрямованість. Середнє зниження реальних процентних ставок понад рівень, що передбачається правилом Тейлора, складає



приблизно 0,2 п. п. за квартал. Для розвинених країн, що входять до великої вісімки були характерні більш рішучі заходи грошово-кредитної політики.

На рисунку 5.9 наведено динаміку основних ставок центральних банків розвинених країн: ФРС США – US federal funds (effective); Європейського центрального банку – euro main refin. operations (ECB); Банку Японії – target policy rate – uncolltd. call. Різка та синхронне зменшення даних ставок у IV кварталі 2008 року підтверджує наведені вище висновки щодо чітко вираженої експансіоністської спрямованості монетарної політики розвинених країн на фазі спаду економічного циклу.

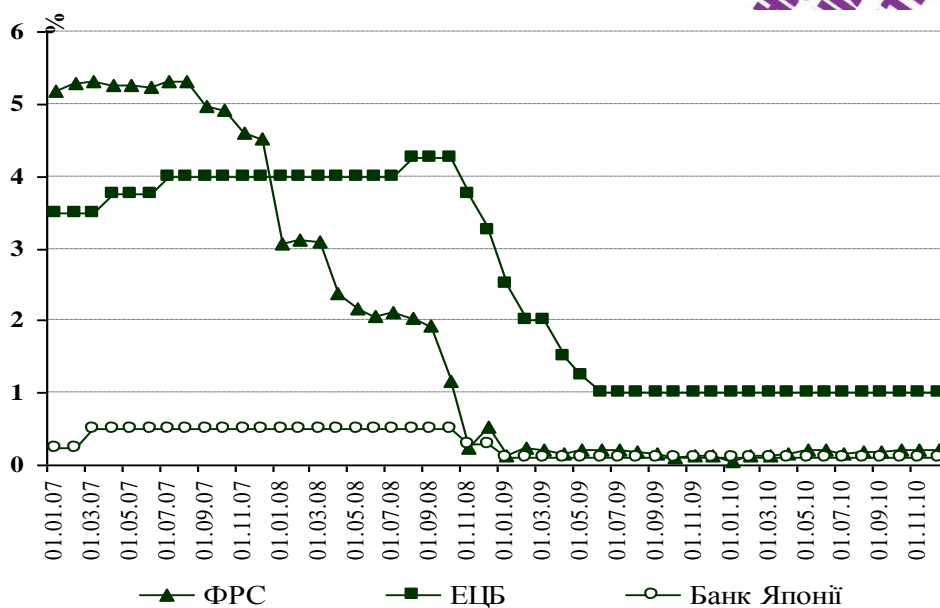


Рис. 5.9. Динаміка основних ставок центральних банків розвинених країн
Джерело: Thomson Reuters (Datastream); [307].

Експансіоністська монетарна політика у більшості випадків була пов'язана з коротшими спадами. Однопроцентне скорочення реальної процентної ставки щодо ставки розрахованої за правилом Тейлора підвищує вірогідність виходу зі спаду у заданому кварталі приблизно на 6% [289, с. 121].

У періоди спадів, пов'язаних з фінансовими кризами, експансіоністські заходи монетарної політики призводять до скорочення тривалості спадів, хоча її вплив не є статистично значимим. Відсутність статистично значимого ефекту може бути наслідком зменшення дієвості каналів передавального механізму

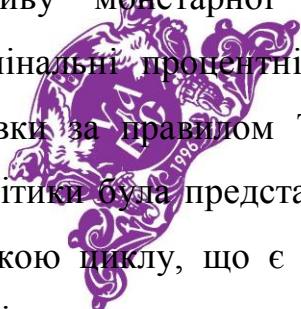
монетарної політики пов'язаних з процентною ставкою і банківським кредитуванням.

Експансіоністські заходи монетарної політики, які проводяться протягом спаду, пов'язані з активнішим підйомом. Реакція на зниження реальних процентних ставок на одне стандартне відхилення щодо ставок за правилом Тейлора протягом фази спаду, пов'язана з підвищенням кумулятивних темпів зростання протягом фази підйому приблизно на 0,4% [289, с. 123]. Дослідники підкреслюють, що ретроспективний аналіз спадів, пов'язаних з фінансовими кризами, чітко вказує на істотне зниження дієвості заходів монетарної політики без проведення відповідних заходів фінансової політики.

Протягом спаду 2008-2009 років у більшості країн з розвинутою економікою монетарна політика була оперативного пом'якшена, причому у значно більших масштабах ніж у попередніх спадах. Крім того, вживались надзвичайні заходи для забезпечення ринків ліквідністю.

На ведені вище результати емпіричних досліджень МВФ [289; 290; 303], засвідчують активне застосування країнами з розвинутою ринковою економікою регулювання економічних циклів за допомогою інструментів монетарної політики. Однак, у країнах з ринком що формується проблема впливу економічної політики, зокрема монетарної, на фази циклів ділової активності не достатньо вивчена. Відсутність відповідних досліджень, перш за все, обумовлюється не достатньою цікавістю науковців до вивчення параметрів економічних циклів у країнах бувшого Радянського Союзу.

Таким чином, у аналітичних матеріалах МВФ [289, с. 120] для аналізу впливу монетарної політики на економічні цикли використовувались номінальні процентні ставки і відхилення реальної процентної ставки від ставки за правилом Тейлора. Для кожної фази спаду базова міра реакції політики була представлена зміною вибраного показника між піком і нижчою точкою циклу, що є кумулятивною мірою міри послаблення або посилення політики за час всього спаду. Для отримання показників монетарної політики створений політикою стимул розраховувався як сума відхилень у кожному



кварталі фази спаду. Таким чином, фахівці МВФ досліджували вплив монетарної політики на параметри економічних циклів лише протягом фази спаду.

У більшості емпіричних досліджень не проводиться відмінностей між різними фазами ділового циклу [296; 305; 312; 315]. Виключенням є роботи Пірсмана та Сміта [310] де показується, що монетарна політика зазвичай здійснює більш істотний вплив під час спадів ніж під час підйомів. Таким чином, враховуючи зазначені вище дослідження та ґрунтуючись на постулатах теорії монетаризму ми вважатимемо, що монетарна політика повинна мати антициклічну спрямованість як протягом фази спаду (експансіоністська) так і на піках фази підйому (рестрикційна).

Потрібно зазначити, що протягом фази пожвавлення грошово-кредитна політика (ГКП) повинна мати проциклічний характер, що сприятиме економічному зростанню. Однак, на піку фази підйому (коли відбувається «перегрів економіки» та формуються диспропорції) та протягом фази спаду доцільно переважно керуватись антициклічними мотивами при розробці та реалізації грошово-кредитної політики.

У таблиці 5.5 наведено оцінку доцільності застосування типів грошово-кредитної політики національними банками найбільших країн СНД. При оцінці доцільності застосування рестрикційної або експансіоністської грошово-кредитної політики ми керувались трьома основними правилами.

По-перше, комплексну рестрикційну грошово-кредитну політику доцільно проводити лише після переходу економіки із фази пожвавлення у фазу підйому. У протилежному випадку передчасні рестрикційні заходи можуть необґрунтовано стримувати підвищення ділової активності та уповільнять відновлення економіки до передкризового рівня.

По-друге, активну рестрикційну політику доцільно проводити протягом обмеженого періоду часу, який співпадає з піком ділової активності. Піки ділової активності нами визначались на основі розрахунку відхилень

квартальних показників росту реального ВВП від середнього значення росту реального ВВП за весь період фази поживлення та підйому.

Таблиця 5.5
Оцінка доцільності застосування типів грошово-кредитної політики

період		рестрикційна ГКП (піки фази підйому)				експансіоністська ГКП (фаза спаду)			
		Росія	Україна	Казахстан	Білорусія	Росія	Україна	Казахстан	Білорусія
2004	I кв.				+/-				
	II кв.				+/-				
	III кв.				+/-				
	IV кв.				+/-				
2005	I кв.				+/-				
	II кв.								
	III кв.			+/-					
	IV кв.			+/-	+				
2006	I кв.				+				
	II кв.			+	+				
	III кв.			+					
	IV кв.		+/-	+	+				
2007	I кв.		+/-	+	+/-				
	II кв.		+/-		+				
	III кв.	+			+/-				
	IV кв.	+							
2008	I кв.	+							
	II кв.				+				
	III кв.				+				
	IV кв.					+	+		
2009	I кв.					+	+	+	
	II кв.					+	+	+	+
	III кв.					+	+	+	+
	IV кв.					+	+		
2010	I кв.								
	II кв.								
	III кв.								
	IV кв.								

Знак «+» – доцільно застосовувати відповідний режим ГКП

Знак «+/-» – часткова доцільність застосування відповідного режиму ГКП

Джерело: власні оцінки

Застосовуючи наведені вище правила, у таблиці 5.5 визначено періоди протягом яких центральним банкам доцільно було реалізовувати заходи рестрикційної грошово-кредитної політики. Певним виключенням при застосуванні першого правила було визначення періодів застосування заходів рестрикційної ГКП для економіки України, оскільки вона не перейшла у фазу

підйому. Ми вважаємо, що навіть на фазі пожвавлення, при наявності чітких ознак перегріву економіки, доцільно застосовувати окремі заходи рестрикційної ГПП.

По-третє, протягом фази спаду доцільно застосовувати методи експансіоністської грошово-кредитної політики. Дана теза стосується перш за все початку фази спаду, коли комплексні та рішучі заходи експансіоністської грошово-кредитної політики можуть зменшити амплітуду та тривалість фази спаду. Експансіоністська грошово-кредитна політика буде ефективною та не призведе до розкручування інфляційної спіралі за умови її підтримки іншими заходами фінансової політики, а також координації заходів монетарної та бюджетно-податкової політик.

Далі дослідимо вплив центральних банків найбільших економік СНД (Росія, Казахстан та Білорусія) на фази економічних циклів. Спочатку проаналізуємо *антициклічні заходи грошово-кредитної політики, що передбачені у нормативних документах*. Як зазначалось вище, у дослідженнях МВФ у якості індикатора впливу грошово-кредитної політики економічно розвинених країн на фази економічних циклів використовувались процентні ставки. Даний підхід обумовлюється ключовою роллю процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у більшості розвинених країн.

Причини, що стримують використання процентного каналу у країнах з ринком що формується, зокрема в Україні, досить детально розглянуті нами у попередньому розділі даної роботи. Основною причиною є переважне застосування інструментів грошово-кредитної політики, що спрямовані на регулювання кількісних показників грошової пропозиції, а не вартості грошей. Даний підхід адекватний режиму монетарної політики, що базується на керованій прив'язці національної валюти до долара США (для Росії долара США та євро). Не зважаючи на декларування переходу до режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності, найбільші країни СНД

продовжують переважно застосовувати інструменти монетарної політики що відповідають режиму керованої прив'язки національної валюти.

Враховуючи зазначене вище, ми не можемо робити висновки щодо впливу грошово-кредитної політики на фази економічних циклів в найбільших економіках СНД лише на основі дослідження динаміки процентних ставок центральних банків. Для вирішення даного завдання нами був проведений комплексний ретроспективний аналіз застосування як процентної політики так і інших основних інструментів грошово-кредитної політики (обов'язкове резервування, валютні інтервенції та операції з регулювання ліквідності). Основним джерелом інформації для дослідження інструментів грошово-кредитної політики слугували офіційні сайти центральних банків [153; 171; 308].

Потрібно підкреслити, що більшість інструментів забезпечують автоматичну реакцію центральних банків на ліквідність грошового ринку та динаміку інших показників, що перебувають у сфері їх відповідальності (обмінний курс, міжнародні резерви, інфляція і т.д.). Однак, ми висунули гіпотезу щодо можливості дискреційного застосування окремих інструментів монетарної політики, в умовах коли ефективність процентного каналу трансмісійного механізму є досить низькою, для впливу на фази циклу.

Спочатку проаналізуємо рівень врахування циклічності розвитку економічних процесів на етапі розробки грошово-кредитної. Основні планові параметри ГКП у найбільших країнах СНД фіксуються у документах з назвою «Основні засади грошово-кредитної політики». Зазначені документи приймаються на щорічній основі та визначають цілі, принципи та інструменти реалізації грошово-кредитної політики на наступний період (рік або декілька років). Також проводився аналіз інших публічних нормативних документів, що визначають основні підходи щодо реалізації ГКП.

Центральний банк Російської Федерації (ЦБ РФ) у документі «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» [301], серед заходів щодо вдосконалення

банківської системи і банківського нагляду у 2010-2012 роках декларує необхідність впровадження окремих елементів контрциклічної політики. Зокрема, планується розглянути можливість формування кредитними організаціями динамічних резервів (величина яких залежить від фази економічного циклу) [301, с. 29]. Створення даних резервів здійснюватиметься банками в період фази економічного зростання, що дозволить в сприятливий період їх діяльності забезпечити певний «запас міцності» банківської системи і понизити волатильність фінансових результатів діяльності кредитних організацій на різних стадіях економічного циклу та пом'якшити їх негативний вплив на величину капіталу кредитних організацій.

У документі «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов» [302] зазначається, що Центральний банк Російської Федерації враховує фази економічного циклу при реалізації своєї процентної політики. Також декларується необхідність зміни моделі розвитку банків: модель агресивного і переважно екстенсивного розвитку, що дає проциклічний ефект та продукує дисбаланси, повинна поступитися місцем моделі збалансованішого інтенсивного розвитку. Остання передбачає ширше використання інновацій в банківській діяльності, в управлінні банками і ризиками, що виникають в їх діяльності. Чинником інтенсифікації вказаних процесів повинна виступати тенденція до консолідації банківського бізнесу.

Таким чином, Центральний банк Російської Федерації вважає за доцільне запроваджувати окремі елементи антициклічної грошово-кредитної політики, однак не розробляє комплексної програми антициклічних заходів.

У документах «Основные направления денежно-кредитной политики» *Національного банку Республіки Казахстан (НБРК)*, що визначали основні параметри ЦКП на звітні періоди з 2003 по 2010 роки, безпосередньо не використовувалось поняття «цикл» або терміни похідні від нього. Однак в «Концепции развития финансового сектора Республики Казахстан в посткризисный период», яка була затверджена на початку 2010 року [320],

декларується використання принципу контрциклічності у якості основного принципу регулювання та нагляду фінансового сектору.

У даному документі констатується, що процеси зародження та розвитку світової фінансової кризи 2008-2009 років підтвердили проциклічний характер фінансових систем при якому надмірно високі темпи зростання кредитів, левереджу і цін на активи підсилюють базову економічну динаміку. У той же час вони одночасно сприяють наростанню системних ризиків і фінансових дисбалансів. Отже, необхідно звести до мінімуму проциклічність в регулюванні фінансових організацій та забезпечити подальший перехід на принципи контрциклічного регулювання.

У розділі 2 та 3 даної Концепції [320] визначено основні заходи щодо впровадження принципу контрциклічності в регулюванні фінансових організацій. По-перше, впровадження контрциклічного підходу до формування резервів під можливі втрати: в період економічного зростання резервні вимоги будуть підвищені, а в період спаду – зніжені. Також планується застосовувати динамічні резерви, які матимуть урівноважуючий вплив на істотні коливання у рівні резервів.

По-друге, враховуючи той факт, що в період економічного підйому, що супроводжується кредитним бумом, маржа по кредиту має тенденцію знижуватися внаслідок недооцінки рівня кредитного ризику, відбувається накопичення ризиків банку і неадекватне ціноутворення. Як альтернативний підхід до оцінки фаз розвитку можливе встановлення зворотного зв'язку між ліквідністю і капіталізацією, з одного боку, і маржею за кредитом, з іншого. Це також впливатиме на встановлення оптимальної вартості ресурсів, що залучаються банками.

По-третє, відносно фінансових організацій будуть встановлені коефіцієнти фінансового левереджу, оскільки властива йому проциклічність була однією з першопричин глобальної фінансової кризи 2008-2009 рр. і призвела до значних негативних наслідків. При цьому контрциклічні коефіцієнти левереджу встановлюватимуться як на індивідуальній, так і на консолідованій основі. У

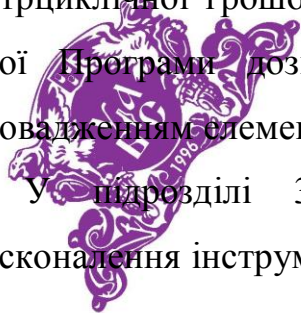
цілях підвищення ефективності управління ризиками будуть встановлені не лише «широкі» коефіцієнти, але і більш специфічні показники, зокрема співвідношення вартості кредиту до вартості заставного забезпечення. У відповідності до принципу контрциклічності даний коефіцієнт може змінюватися регулятором по мірі розвитку економічного циклу.

По-четверте, принцип контрциклічності планується надалі розвивати і відносно використання мінімальних резервних вимог. Даний принцип також застосовуватиметься до структури і якості інвестиційного портфеля фінансових організацій.

По-п'яте, для збільшення стійкості системи гарантування депозитів фізичних осіб буде введена більш консервативна система сплати календарних внесків банками-учасниками. Банк, що дотримується ризикованої і агресивної стратегії розвитку, повинен платити більше (особливо в умовах фази підйому) ніж інші банки-учасники, які приймають заходи щодо мінімізації своїх ризиків. Таким чином, наведені вище заходи повинні сприяти формуванню провізій, збільшенню власного капіталу, резервів і ліквідності банків у період активного зростання економіки і використання накопиченого потенціалу в період спаду.

У документах «Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь» на звітні періоди з 2003 по 2011 роки, безпосередньо не використовувалось поняття «цикл» або терміни похідні від нього. В «Программе развития банковского сектора экономики Республики Беларусь на 2006 – 2010 годы» [329] також безпосередньо не розглядаються заходи контрциклічної грошово-кредитної політики. Однак, більш ґрунтовний аналіз даної Програми дозволяє визначити окремі підходи, які пов'язані із впровадженням елементів контрциклічної політики.

У підрозділі 3.3 даного документу [329] визначено напрямки удосконалення інструментів грошово-кредитної політики. Зокрема зазначається, що на початковому етапі передбачається використовувати процентну ставку короткострокового грошового ринку як основний операційний орієнтир. Також



Національний банк Республіки Білорусь приділятиме увагу показнику грошової бази та її структурі.

У подальшому перехід до режиму інфляційного таргетування обумовить переорієнтацію механізму здійснення грошово-кредитної політики на використання одного операційного орієнтиру – процентної ставки короткострокового міжбанківського грошового ринку. Здійснення операцій Національного банку на відкритому ринку дозволить формувати середню вартість ресурсів на цьому сегменті на рівні, близькому до ставки рефінансування. У результаті зміна ставки рефінансування безпосередньо посилюватиме або пом'якшуватиме умови запозичення на короткостроковому грошовому ринку і формуватиме прозорий сигнал про стан монетарної політики.

Далі дослідимо вплив монетарної політики на фази економічних циклів найбільших економік СНД на основі *ретроспективного аналізу застосування основних інструментів ГКП*. У таблиці 5.6 наведено перелік основних інструментів грошово-кредитної політики, а також визначено нормативні акти, якими вони встановлюються.

Аналізуючи зміст таблиці 5.6 можемо зробити висновок, що центральні банки найбільших економік СНД у своїй діяльності переважно застосовують чотири групи інструментів грошово-кредитної політики: обов'язкове резервування; процентна політика; валютна політика та операції з регулювання ліквідності. Далі ми проаналізуємо особливості застосування зазначених вище груп інструментів у взаємозв'язку із фазами економічних циклів. Потрібно зазначити, що у виключних випадках передбачається застосування кількісних обмежень, однак ми їх не будемо досліджувати зважаючи на не систематичний та не ринковий характер даних інструментів.



Таблиця 5.6

Основні інструменти грошово-кредитної політики найбільших країн СНД

Групи інструментів грошово-кредитної політики	Країна			
	Україна	Росія	Казахстан	Білорусія
	Нормативні акти			
	Закон «Про Національний банк України» [124], стаття 25.	Федеральний закон «О Центральном банке Российской Федерации» [298], стаття 35.	Закон «О Национальном банке Республики Казахстан» [304], статті 29 та 30.	Постанови Правління (Ради директорів) Національного банку [324].
Основні інструменти грошово-кредитної політики				
процентна політика;	процентна політика;	встановлення процентних ставок за операціями Банку Росії;	встановлення ставки рефінансування, а також ставок за основними операціями ГКП;	регулювання ставки рефінансування та інших ставок НБРБ
обов'язкове резервування	регулювання норм обов'язкових резервів;	встановлення нормативів обов'язкових резервів;	встановлення нормативів мінімальних резервних вимог;	встановлення нормативів резервних вимог;
валютна політика;	управління золотовалютними резервами;	валютні інтервенції;	валютні інтервенції;	-
регулювання ліквідності	рефінансування комерційних банків;	рефінансування кредитних організацій;	надання позик, переврахування комерційних векселів;	інструменти надання ліквідності;
	операції з цінними паперами на відкритому ринку;	операції на відкритому ринку;	купівля та продаж державних та інших цінних паперів;	інструменти вилучення ліквідності.
	емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними	емісія облігацій від свого імені;	випуск короткострокових нот Національного банку Казахстану;	
	-	встановлення орієнтирів росту грошової маси;	залучення депозитів;	
кількісні обмеження	регулювання імпорту та експорту капіталу.	прямі кількісні обмеження.	прямі кількісні обмеження на окремі види операцій.	-

Джерело: сформовано автором на основі даних [124; 298; 304; 324]

Певна специфіка у визначенні та застосуванні інструментів грошово-кредитної політики спостерігається у Білорусії. По-перше, перелік інструментів грошово-кредитної політики не визначається законом: порядок застосування окремих інструментів регулюється відповідними постановами Правління (або Ради директорів) Національного банку. Даний підхід знижує ефективність грошово-кредитної політики оскільки суспільство не володіє достовірною інформацією щодо чіткого переліку інструментів її реалізації.

По-друге, Національний банк окремо не виділяє валютні інтервенції у якості інструменту ГКП та не наводить інформацію щодо їх здійснення на своєму офіційному сайті. По-третє, відсутня чітка структуризація інструментів регулювання ліквідності та не оприлюднюються дані щодо сальдо по операціям з регулювання ліквідності. Таким чином, при вивченні впливу Національного банку Республіки Білорусь на фази економічного циклу ми змушені обмежитись аналізом двох груп інструментів: процентна політика та обов'язкове резервування.

Як зазначається у дослідженнях фахівців центральних банків [307; 319; 126, с. 207; 128] та впливає зі змісту нормативних документів [129; 130; 329] центральні банки найбільших країн СНД вважають процентний канал трансмісійного механізму одним із основних, хоч і усвідомлюють обмежені можливості його застосування в поточних умовах трансформації режиму грошово-кредитної політики. Індикатором *процентної політики* центральних банків виступає офіційна облікова ставка (ставка рефінансування).

У відповідності до теорії, центральний банк визначаючи величину своєї основної ставки (яка безпосередньо впливає на вартість здійснення інших його операцій) впливає на динаміку відсоткових ставок на оптовому (міжбанківському) сегменті грошового ринку, останні повинні впливати на ставки за роздрібними депозитними та кредитними операціями.

На практиці *процентна політика* центральних банків найбільших країн СНД, зокрема в Україні, є не достатньо ефективною. У більшості випадків відсутній значимий взаємозв'язок між ставками центральних банків та ставками міжбанківського ринку, що у свою чергу нівелює вплив *процентної політики* НБУ на динаміку ставок роздрібного сегменту грошового ринку. Дана теза підтверджується аналізом динаміки процентних ставок у банківських системах Росії, Казахстану та Білорусії за період 2006-2010 років (Додаток Е).

Не достатню ефективність *процентної політики* центральних банків найбільших країн СНД, як складової антициклічної ГКП, підтверджують значні спреди та різнонаправлена динаміка між ставками центральних банків, з одного

боку, та ставками міжбанківського ринку і роздрібного ринку депозитів, з іншого. Дана теза, перш за все, стосується фази спаду коли спостерігалось суттєве збільшення розриву між ставками центральних банків та середньозваженими ставками оптового і роздрібного сегменту грошового ринку. В умовах кризи істотно зросла волатильність ставок грошового ринку, що не відповідало поступальній динаміці основних ставок центральних банків.

Враховуючи дані наведені у таблиці 5.5 визначимо, чи формально виконувала процентна політика центральних банків найбільших країн СНД контрциклічну функцію. Теоретично ставка рефінансування *Центрального банку Російської Федерації* повинна була істотно зростати у період з III кв. 2007 р. до I кв. 2008 р. (рестрикційна ГКП) та істотно зменшуватись у період з IV кв. 2008 р. до IV кв. 2009р. (експансіоністська ГКП). Фактично у період з III кв. 2007 р. до I кв. 2008 р. ставка рефінансування ЦБ РФ майже не змінювалась: у лютому 2008 року вона була підвищена на 0,3 процентних пункти до 10,3% (Додаток Е, рис. Е.1). Протягом IV кв. 2008 р. ЦБ РФ продовжував збільшення ставки рефінансування, тобто використовував даний інструмент як проциклічний; далі протягом п'яти місяців значення основної ставки не змінювалось – вона була нейтральною щодо фази циклу. Починаючи з травня 2009 року почалось зниження ставки рефінансування, яка протягом останніх трьох кварталів фази спаду зменшилась з 13% до 9%, даний процес формально носив контр циклічний характер.

Теоретично ставка рефінансування *Національного банку Казахстану* повинна була істотно зростати у період з II кв. 2006 р. до I кв. 2007 р. включно (рестрикційна ГКП), а також істотно зменшуватись протягом перших трьох кварталів 2009 р. (експансіоністська ГКП). У відповідності до теоретичних положень, Національний банк Казахстану реалізовуючи контрциклічну політику підвищив ставку рефінансування на піку фази підйому з 8,0% до 9,0%, а також істотно підвищив ставку з 01.12.2007 року (Додаток Е, рис. Е.2). Протягом перших трьох кварталів 2009 р. ставка рефінансування була істотно знижена з 10,5% до 7%.

Теоретично ставка рефінансування *Національного банку Білорусії* повинна була помірно зростати у 2007 році та істотно зростати протягом перших трьох кварталів 2008 р. (рестрикційна ГКП), а також зменшуватись протягом II та III кварталу 2009 р. (експансіоністська ГКП). На практиці протягом 2007-2008 років ставка рефінансування коливалась у межах 10-11% та була переважно нейтральною до фаз економічного циклу (Додаток Е, рис. Е.3). Протягом II та III кварталу 2009 р. дана ставка трималась на рівні 14%, що також здійснювало нейтральний вплив на фази економічного циклу. На рисунку Г.3 також наведено динаміку процентної ставки за кредитами овернайт Національного банку Білорусії, яка виконує роль верхньої межі коридору у межах якого коливаються ставки за іншими операціями національного банку та ставки міжбанківського ринку [328]. Динаміка ставки за кредитами овернайт Національного банку Білорусії також переважно була нейтральною відносно фаз економічного циклу.

Таким чином, послідовно застосовував контрциклічну процентну політику лише Національний банк Казахстану. Інші центральні банки або взагалі не використовували даний інструмент для впливу на фази циклу, з огляду на низьку ефективність процентного каналу трансмісійного механізму; або його вплив був проциклічним, центральні банки намагались досягти цільових орієнтирів показників (динаміка грошової маси, інфляція і т.д.), які безпосередньо не пов'язані фазами економічного циклу.

У даний час найбільші країни СНД перебувають у процесі переходу до нового режиму монетарної політики, який ґрунтуватиметься на забезпеченні цінової стабільності. Відповідно передбачається сформулювати передумови, що забезпечуватимуть ефективну роботу процентного каналу трансмісійного механізму та монетарної політики в цілому [331]:

1. операційна та політична незалежність центрального банку;
2. довіра до грошово-кредитної політики суб'єктів ринку;
3. сильна управлінська позиція центрального банку щодо регулювання грошово-кредитного ринку, яка відповідає умовам дефіциту ліквідності

(реального чи створюваного шляхом стерилізації надлишкової ліквідності) та незначної питомої ваги готівки поза банками, а також низького рівня доларизації в країні;

4. формування розвиненого ринку цінних паперів для забезпечення еластичної реакції суб'єктів економіки на зміну процентної політики регулятора шляхом переливання капіталів між сегментами фінансового ринку;

5. удосконалення механізмів застосування інструментів грошово-кредитної політики: формування адекватного процентного коридору між максимальними та мінімальними ставками центрального банку, закріплення статусу «основної» операції з регулювання ліквідності та «основної» ставки-орієнтира для суб'єктів ринку; зниження волатильності ставок процентного інструментарію монетарної політики.

Наступним інструментом грошово-кредитної політики, що застосовується центральними банками найбільших країн СНД, є *обов'язкові резервні вимоги*. Вплив даного інструменту визначається динамікою основних його параметрів: звітний період резервування; активи, що можуть зараховуватися для покриття резервів; об'єкт резервування; обсяг обов'язкових резервів, який має щоденно зберігатися на рахунках в центральному банку; нормативи обов'язкового резервування.

За результатами аналізу зазначених вище параметрів можна зробити висновок, що перші три параметри (звітний період, покриття резервів та об'єкт резервування) доцільно розглядати як складові механізму автоматичної реакції на рівень ліквідності банківської системи. Вони лише опосередковано можуть впливати на використання обов'язкового резервування як інструменту регулювання фаз економічного циклу. У даному контексті доцільно аналізувати, перш за все, норми резервування, а також враховувати вимоги щодо частки обов'язкових резервів, які повинні постійно зберігатися на рахунках в центральному банку.

Динаміка норм резервування встановлених центральними банками Російської Федерації, України, Республіки Казахстан та Республіки Білорусь, а

також частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках регулятора; наведено на рисунках Ж.1-Ж.3 додатку Ж. На осі абсцис зазначено місяці починаючи з яких відбувалась зміна параметрів обов'язкового резервування. Права вісь ординат ілюструє зміни частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках центральних банків, а ліва – динаміку норм резервування.

Враховуючи дані наведені у таблиці 5.5 визначимо, чи використовувались обов'язкові резерви у якості контрциклічного інструмента грошово-кредитної політики. У відповідності до Глави 1 та Глави 5 Положення *Центрального Банку Російської Федерації* №342-П від 07.08.2009 р. [325] коефіцієнт усереднення використовується для визначення частки резервів, що не повинні постійно знаходитись на окремому рахунку в ЦБ РФ, а контролюються по середнім залишкам на кореспондентському рахунку банку у ЦБ РФ. Таким чином, збільшення (зменшення) даного коефіцієнту відображає відповідно лібералізацію (де лібералізацію) порядку формування резервів і може розглядатись у контексті експансіоністської (рестрикційної) ГКП.

ЦБ РФ протягом періоду з III кв. 2007 р. до I кв. 2008 р. (пік фази росту) послідовно збільшував величину коефіцієнту усереднення (проциклічне спрямування) та спочатку не суттєво зменшив а потім збільшив норми резервування (нейтральний вплив на фази циклу). Протягом фази спаду (з IV кв. 2008 р. до IV кв. 2009 р.) ЦБ РФ спочатку у вересні-жовтні 2008 року різко знизив норми резервування, вивільнивши значні обсяги грошової маси, що здійснило контрциклічний ефект; а потім протягом травня-серпня поступово підвищував норми резервування намагаючись мінімізувати інфляційний тиск грошової маси. Протягом 2010 року (фаза поживавлення) норми резервування не змінювались тобто даний інструмент здійснював нейтральний вплив на макроекономічну динаміку.

Враховуючи низьку частоту зміни норм резервування можна зробити висновок, що *Національний Банк Республіки Казахстан* не розглядав обов'язкове резервування як один із основних інструментів реалізації ГКП.

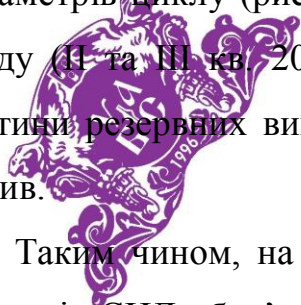
Дана теза підтверджується відсутністю вимог щодо фіксованої частини резервів, яка постійно повинна знаходитись на рахунках у національному банку: відповідно до постанови Правління НБРК №38 від 27.05.2006 р. [326] резерви контролюються за середньою величиною резервних активів.

На фазі підйому даний інструмент нейтрально впливав на параметри економічного циклу (не змінювався протягом 2006-2007 років). Потрібно зазначити, що у серпні 2007 року Національним Банком були внесені зміни до правил розрахунку резервів. Вони були направлені на скорочення бази резервних зобов'язань і розширення структури резервних активів, що дозволило банкам додатково вивільнити, біля 150 млрд. тенге. На фазі підйому дані заходи можна інтерпретувати як проциклічні. Перед початком фази спаду (листопад 2008 року) НБРК більше ніж у 2 рази зменшив норми резервування, що здійснило антициклічний вплив на макроекономічну динаміку.

На відміну від Казахстану, *Національний банк Республіки Білорусь* (НБРБ) активно використовує обов'язкові резерви для впливу на грошовий ринок та національну економіку (рис. Ж.3). Норматив фіксованої частини резервних вимог визначає обсяг грошових коштів, який банки зобов'язані підтримувати на окремому рахунку НБРБ на кінець першого робочого дня і протягом подальших календарних днів періоду виконання резервних вимог [327]. Інша частина резервів контролюється за середніми залишками на кореспондентському рахунку комерційного банку у національному банку.

На піку фази підйому нормативи резервування та норматив фіксованої частини резервних вимог не змінювались, тобто були нейтральними відносно параметрів циклу (рис. Ж.3). Перед початком (I кв. 2009 р.) та протягом фази спаду (II та III кв. 2009 р.) нормативи резервування та норматив фіксованої частини резервних вимог були суттєво знижені, що здійснило антициклічний вплив.

Таким чином, на піках фази підйому центральними банками найбільших економік СНД обов'язкове резервування не використовувалось для здійснення контрциклічного впливу на економічну динаміку. З іншого боку, усі центральні



банки (крім Національного банку України) активно використовували даний інструмент на початку фази падіння для здійснення контрциклічного впливу.

Центральні банки найбільших економік СНД реалізують валютну політику та забезпечують управління міжнародними резервами, здійснюючи валютні інтервенції (табл. 5.6). Останні здійснюються шляхом купівлі-продажу іноземної валюти на валютних ринках з метою впливу на курс національної валюти. Купівля (продаж) іноземної валюти призводить відповідно до збільшення (зменшення) пропозиції грошей на національних грошових ринках.

На рисунках 5.10-5.11 наведено динаміку валютних інтервенцій (з «+» купівля, а з «-» продаж іноземної валюти центральними банками) та міжнародних резервів Російської Федерації, України та Республіки Казахстан. Дані національні економіки є відкритими, тобто у значній мірі орієнтуються на продаж власних товарів (переважно ресурсів або товарів із незначною доданою вартістю) на міжнародних ринках. Як наслідок, валютна політика центральних банків здійснює істотний вплив на стан грошового ринку та макроекономічну динаміку в цілому.

Як зазначалось вище, у законах Республіки Білорусь та нормативних актах Національного банку валютна політика (зокрема валютні інтервенції) не розглядаються як інструменти грошово-кредитної політики. Як наслідок, на сайті Національного банку Республіки Білорусь не оприлюднюються дані щодо валютних інтервенцій, що унеможлиблює аналіз даного інструменту.

На піку фази підйому економічного циклу *Російської Федерації* (табл. 5.5) Центральний банк, як і в інші періоди на фазі підйому, переважно купляв іноземну валюту на ринку (рис. 5.10) нарощуючи рубльову грошову масу (проциклічний вплив).

Протягом перших двох кварталів спаду сальдо інтервенцій мало від'ємне значення, причому за результатами IV кварталу 2008 року перевищення обсягу проданої ЦБ РФ валюти над обсягом придбаної валюти становило більше 126 млрд. дол. США та біля 19 млрд. євро. У Росії використовується прив'язка національної валюти до курсу бівалютної корзини у яку входять євро та долари

США, як наслідок валютні інтервенції проводяться у євро та доларах США. Дані операції призвели до суттєвого зменшення валютних резервів та рубльової грошової маси, що виконувало проциклічну функцію. Однак протягом наступних кварталів фази спаду сальдо переважно мало додатній характер та здійснювало контрциклічний вплив.

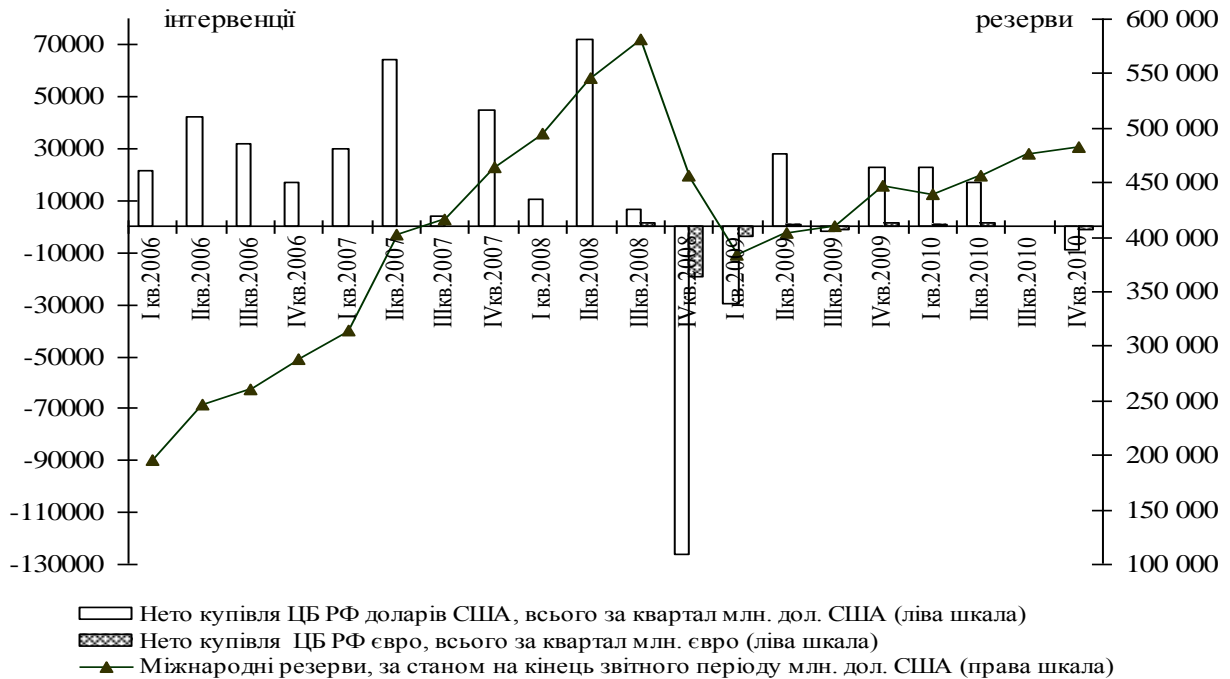


Рис. 5.10. Динаміка валютних інтервенцій та міжнародних резервів Центрального банку Російської Федерації (власні розрахунки на основі даних ЦБ РФ)

Динаміка валютних операцій Національного банку Республіки *Казахстан* була подібною до розглянутих вище тенденцій на валютному ринку Росії та України. На піку фази підйому (табл. 5.5) сальдо валютних інтервенцій переважно було додатнім (рис. 5.11) виконуючи проциклічну функцію. Протягом фази спаду сальдо валютних інтервенцій було від'ємним, тобто також здійснювало проциклічний вплив.

Таким чином, даний інструмент центральними банками Росії, України та Казахстану не застосовувався для реалізації антициклічної грошово-кредитної політики, а використовувався для вирішення інших завдань: підтримка стабільності обмінних курсів та формування достатніх міжнародних резервів.

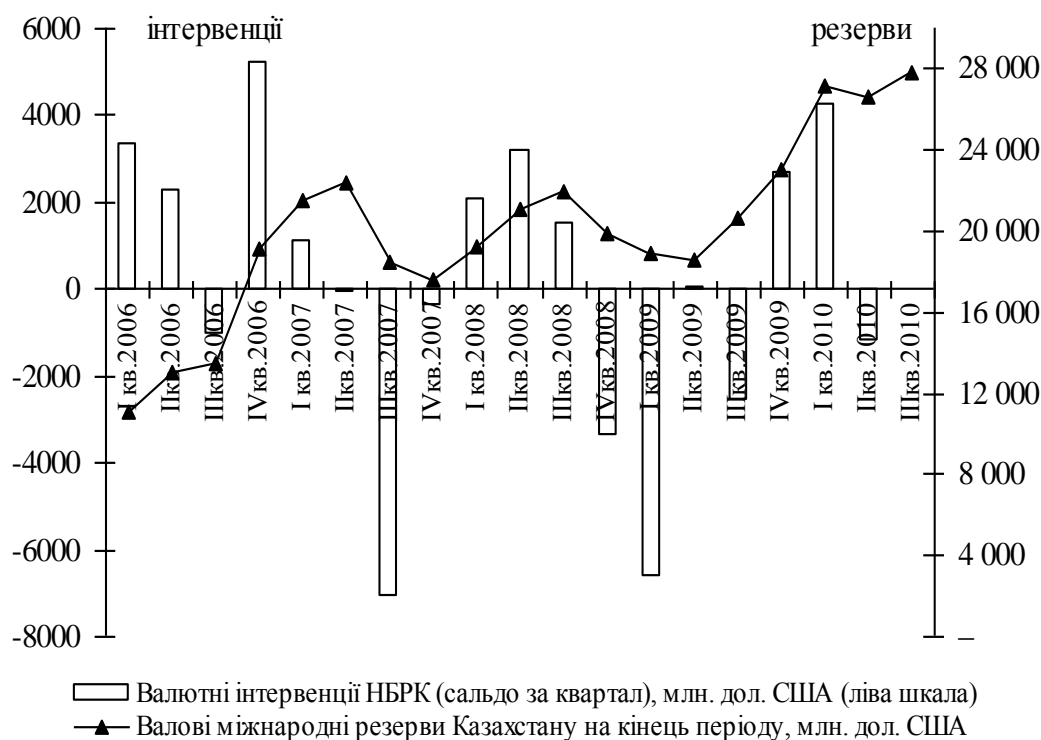


Рис. 5.11. Динаміка інтервенцій та міжнародних резервів НБРК (власні розрахунки на основі даних НБРК)

Завершимо аналіз впливу основних інструментів грошово-кредитної політики на динаміку економічних циклів найбільших економік СНД дослідженням операцій центральних банків з *регулювання ліквідності*. На рисунках 5.12-5.13 зі знаком «+» наведено обсяг наданих коштів для підтримання ліквідності банків, а зі знаком «-» зазначено обсяги мобілізації центральними банками коштів комерційних банків.

Центральні банки застосовують ряд інструментів для збільшення ліквідності банків: кредити овернайт, короткострокові кредити, стабілізаційні кредити, тендери з підтримання ліквідності, пряме РЕПО і т.д. Також використовують інструменти абсорбування ліквідності комерційних банків: емісія та розміщення цінних паперів центральних банків, залучення коштів на депозити, операції зворотного РЕПО і т.д. Таким чином, основним показником, що ілюструє кумулятивний вплив на ліквідність усіх інструментів центрального банку є сальдо операцій з регулювання ліквідності. На офіційному сайті Національного банку Республіки Білорусь даний показник не наводиться, що обумовило виключення Білорусі із аналізу.

На піку фази підйому економічного циклу *Російської Федерації* (у другому півріччі 2007 року) Банк Росії переважно надавав ліквідність комерційним банкам здійснюючи проциклічний вплив, а протягом першого півріччя 2008 року абсорбував ліквідність здійснюючи антициклічний вплив (рис. 5.12)

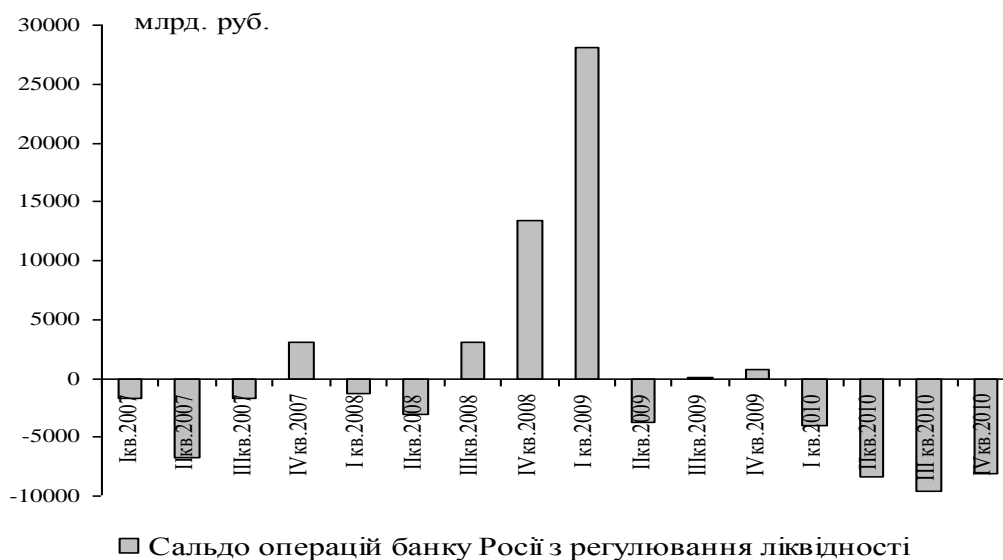


Рис. 5.12. Сальдо операцій Центрального банку Російської Федерації з регулювання ліквідності (власні розрахунки на основі даних ЦБ РФ)

Протягом перших двох кварталів фази спаду ЦБ РФ використовував свої інструменти регулювання ліквідності для надання значних обсягів коштів (більше 41 трлн. рублів) комерційним банкам. Зазначені операції здійснювали істотний контрциклічний вплив, зокрема урівнювали проциклічний вплив валютних інтервенцій (рис. 5.10). За результатами II кв. 2009 року сальдо операцій з регулювання ліквідності було від'ємним: ЦБ РФ вилучаючи надлишкову ліквідність з грошового ринку сприяв зменшенню інфляційних тенденцій та формально здійснював проциклічний вплив. Протягом останніх двох кварталів фази спаду сальдо операцій з регулювання ліквідності було близьким до нуля, дані операції були нейтральними щодо фаз економічного циклу.

На піку фази підйому економічного циклу *Республіки Казахстан* (з II кв. 2006 р. до I кв. 2007 р.) Національний банк переважно вилучав ліквідність з грошового ринку здійснюючи антициклічний вплив на економіку (рис. 5.13).

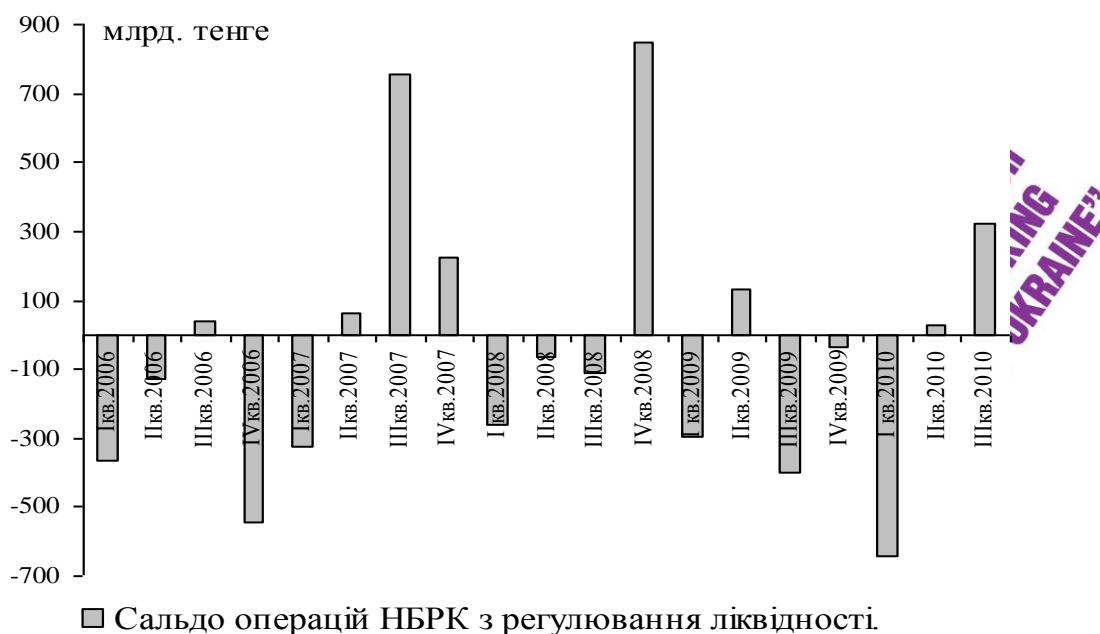


Рис. 5.13. Сальдо операцій НБРК з регулювання ліквідності (власні розрахунки на основі даних НБРК)

Протягом фази спаду (з I кв. 2009 р. до III кв. 2009 р.) Національний банк також переважно абсорбував ліквідність звужуючи грошову масу та здійснюючи проциклічний вплив на макроекономічну динаміку. Протягом фази спаду Національний банк Республіки Казахстан вилучив з грошового ринку понад 560 млрд. тенге, абсорбуючи надлишкову грошову масу сформовану внаслідок надання 850 млрд. тенге комерційним банкам протягом IV кварталу 2008 року.

Таким чином, операції з регулювання ліквідності центральних банків найбільших економік СНД переважно мали контрциклічну спрямованість. Однак реальні мотиви їх проведення були далекими від положень теорії антициклічного регулювання економіки. Динаміка операції з регулювання ліквідності перш за все обумовлювалась: необхідністю згладжування поточних дисбалансів між попитом та пропозицією на національних грошових ринках, обсягами купівлі (продажу) валюти центральними банками на національних валютних ринках та можливістю тиску надлишкової грошової маси на рівень цін в національній економіці.

Проблема оцінки рівня врахування циклічності економічних процесів при розробці грошово-кредитної політики у країнах СНД залишалась не дослідженою. Відсутність досліджень за даним напрямком обумовлювалась об'єктивними обставинами: практично усі економіки СНД протягом 1999-2007 років знаходились на нетипово тривалій фазі пожвавлення (підйому), якій передувала нетипово тривала та глибока фаза спаду обумовлена розпадом СРСР. Таким чином, відсутність змін фаз циклу протягом тривалих періодів (5-9 років) обумовила недостатнє врахування положень теорії антициклічного регулювання економіки при розробці складових державної політики, зокрема грошово-кредитної політики.

Нами проведено аналіз рівня відповідності грошово-кредитної політики, що реалізовувались центральними банками найбільших економік СНД на піку фази підйому та протягом фази спаду, теоретично обґрунтованим типам антициклічної грошово-кредитної політики. Враховуючи відмінності у режимі грошово-кредитної політики, структури грошового ринку та дії каналів трансмісійного механізму країн СНД у порівнянні із розвиненими країнами, оцінка рівня антициклічності монетарної політики на основі дослідження відхилення реальної процентної ставки від ставки за правилом Тейлора є не прийнятною. Для вирішення поставленого завдання нами застосовувався комплексний підхід, який передбачав: 1) дослідження змісту основних нормативних документів, що визначають порядок розробки та реалізації грошово-кредитної політики, на предмет врахування положень антициклічної ГКП; 2) ретроспективний аналіз застосування основних інструментів грошово-кредитної політики: процентні ставки; обов'язкове резервування; валютні інтервенції; операції з підтримки ліквідності.

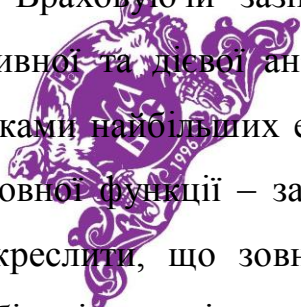
За результатами дослідження змісту основних нормативних документів зроблено висновок щодо врахування органами державної влади причин та наслідків світової фінансової кризи 2008-2009 рр. для удосконалення регулювання фінансового ринку в цілому та впровадження елементів антициклічної грошово-кредитної політики зокрема. Найбільш послідовно

підходи щодо впровадження антициклічної грошово-кредитної політики викладено у нормативних документах Республіки Казахстан. Окремі елементи антициклічної грошово-кредитної політики планує впроваджувати Російська федерація. У нормативних документах Республіки Білорусь не вдалось знайти положень, що безпосередньо відносяться до антициклічного регулювання грошово-кредитних відносин.

За результатами аналізу динаміки процентних ставок центральних банків найбільших країн СНД встановлено, що послідовно застосовував контрциклічну процентну політику лише Національний банк Казахстану. Інші центральні банки або взагалі не використовували даний інструмент, як активний елемент грошово-кредитної політики, або застосовували його для проциклічного впливу орієнтуючись на цілі безпосередньо не пов'язані з регулюванням фаз економічного циклу.

Інші інструменти ГКП (обов'язкове резервування; валютні інтервенції, операції з підтримки ліквідності) переважно мала нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Порядок їх застосування визначався чинниками, що лежать у площині забезпечення стабільної динаміки обмінного курсу, регулювання рівня інфляції, забезпечення достатньої ліквідності банківської системи, формування золотовалютних резервів і т.д. Отже, їх доцільно переважно розглядати у площині автоматичного регулювання параметрів грошового ринку, а не дискреційного впливу на фази економічного циклу. Певним виключенням є обов'язкове резервування, яке більшістю центральних банків використовувалось для антициклічного регулювання.

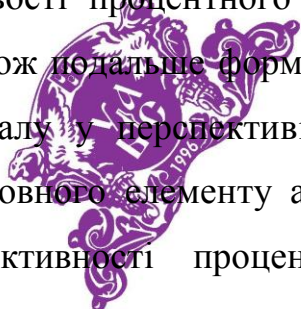
Враховуючи зазначене вище, видається доцільним формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики центральними банками найбільших економік СНД у межах, що не суперечать виконанню їх основної функції – забезпечення стабільності національної валюти. Потрібно підкреслити, що зовнішня (обмінний курс) та внутрішня (рівень інфляції) стабільність національної валюти перебуває у безпосередньому взаємозв'язку із динамікою реального ВВП, а отже і параметрами фаз економічних циклів.



Останнім часом акцент у інтерпретації основної функції центральних банків найбільших країн СНД зміщується від підтримки стабільності валютного курсу до забезпечення прийняттого рівня інфляції (впровадження інфляційного таргетування).

Повноцінне вирішення завдання формування більш активної та ефективної антициклічної грошово-кредитної політики можливе лише при вирішенні ряду об'єктивних проблем у сфері регулювання економічних процесів. Дані проблеми відносяться як до компетенції центральних банків, так і лежать у сфері відповідальності інших державних органів влади. Можна виділити наступні основні проблеми, що стримують впровадження елементів антициклічної грошово-кредитної політики у найбільших країнах СНД. По-перше, недостатньо точні прогнози макроекономічної динаміки. Для ефективного застосування інструментів антициклічної грошово-кредитної політики центральні банки повинні мати своєчасні та достовірні оцінки прогнозованої динаміки основних макроекономічних параметрів (перш за все ВВП), що визначають фази економічного циклу. Також потрібно забезпечити розробку якісних макроекономічних моделей, що дозволяють прогнозувати вплив інструментів ГКП на динаміку основних макроекономічних показників (ВВП, інфляція, обмінний курс).

По-друге, необхідно реформувати режим ГКП для підвищення ефективності застосування ставок центральних банків для впливу на фази економічного циклу. Потрібно зазначити, що протягом 2009-2010 років в окремих країнах СНД було здійснено ряд заходів спрямованих на підвищення дієвості процентного каналу трансмісійного механізму. Зазначені заходи, а також подальше формування необхідних умов ефективної роботи процентного каналу у перспективі сприятимуть використанню процентної політики, як основного елемента антициклічної грошово-кредитної політики. Підвищення ефективності процентних інструментів монетарної політики дозволить запровадити антициклічне регулювання на основі застосування правила



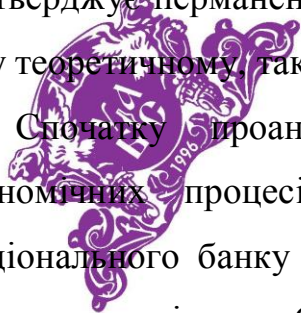
монетарної політики для базової відсоткової ставки. Даний підхід цілком узгоджується із міжнародним досвідом.

По-третє, узгодження застосування інших інструментів грошово-кредитної політики (обов'язкове резервування; валютні інтервенції, операції з підтримки ліквідності), які переважно застосовуються для автоматичного регулювання грошового ринку із цілями антициклічної грошово-кредитної політики. Вирішення зазначених проблем сприятиме формуванню ефективної антициклічної монетарної політики, дозволить забезпечити рівновагу грошового ринку та сприятиме підтримці макроекономічної рівноваги.

5.3 Формування антициклічної грошово-кредитної політики Національним банком України

Враховуючи наведені у підрозділі 5.1 роботи результати дослідження циклічності економічних процесів; а також приймаючи до уваги закордонний досвід застосування антициклічної монетарної політики проаналізований у підрозділі 5.2, у даному підрозділі зупинимось на проблемі формування антициклічної монетарної політики Національним банком України. Макрорегулювання спрямоване на згладжування циклічних коливань є важливою передумовою збереження макроекономічної рівноваги. Специфіка виникнення та розвитку останніх двох криз (1998-1999 рр. та 2008-2009 рр.) підтверджує перманентну актуальність проблеми антициклічного регулювання як у теоретичному, так і у практичному аспектах.

Спочатку проаналізуємо рівень врахування циклічності розвитку економічних процесів на етапі розробки грошово-кредитної політики Національного банку України (далі ГКП НБУ). Аналіз проведемо на основі вивчення змісту «Основних засадах грошово-кредитної політики» у

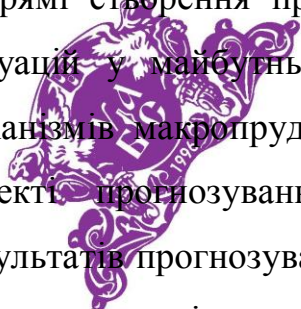


взаємозв'язку із фазами циклу: на 2004 р. (пік фази підйому); на 2008 і 2009 роки (фаза спаду), а також на 2010 рік (фаза поживлення).

У «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2004 рік» схвалених рішенням Ради НБУ № 21 від 17.09.2003 р. визначено проциклічні підходи до формування та реалізації грошово-кредитної політики. Формування проциклічного профілю ГКП частково пояснюється не вірним прогнозуванням динаміки реального ВВП: у бюджеті на 2004 рік закладався прогноз, який виявився у 2,5 рази меншим від фактичних темпів росту. Потрібно підкреслити, що відповідно до чинних нормативних актів, при розробці Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники розраховані Кабінетом Міністрів України.

Як і в попередніх документах, одним із ключових недоліків «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік», схвалених рішенням Ради НБУ № 18 від 28.11.2007 р., є не вірне прогнозування темпів зростання реального ВВП. Також негативним моментом є внесення неодноразових змін до даного документу. В цілому підходи до формування ГКП, що наведені у даному документі можна назвати нейтральним: окремі проциклічні параметри, наприклад, задекларовані темпи зростання грошової маси – 135-140%, урівноважуються антициклічними підходами щодо врахування можливого погіршення економічної кон'юнктури.

У «Основних засад грошово-кредитної політики на 2009 рік» схвалених рішенням Ради НБУ № 14 від 15.09.2008 р. зазначається, що вживаючи заходів з подолання наслідків економічної та фінансової кризи, НБУ рішуче діятиме в напрямі створення превентивних механізмів запобігання виникненню таких ситуацій у майбутньому, зокрема здійснюватиме заходи з удосконалення механізмів макропруденційного нагляду. Дану тезу можна інтерпретувати в аспекті прогнозування циклічності розвитку економіки та врахуванні результатів прогнозування при формуванні антициклічних елементів грошово-кредитної політики. Також в аспекті антициклічної політики доцільно розглядати декларування необхідності сприяння відновленню банками



кредитної підтримки процесів економічного розвитку. Зазначається, що відновленню процесів кредитування сприятиме регулярне здійснення підтримки ліквідності банків через механізми рефінансування.

У «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 рік» схвалених рішенням Ради НБУ № 10 від 10.09.2009 р., знаходять логічне відображення підходи спрямовані на подолання фази спаду економічного циклу та підтримку економічного зростання. Знаковим є те, що вперше (з поміж проаналізованих документів) безпосередньо згадується необхідність врахування циклічності розвитку економіки при формуванні ГКП. Зокрема зазначається, що НБУ приділятиме увагу контролю за недопущенням провокування кредитних та економічних циклів із надмірною кредитною експансією та подальшим різким знеціненням активів.

За результатами аналізу змісту Основних засадах грошово-кредитної політики можна сформулювати два основні висновки. По-перше, формально зміст даних документів еволюціонує у напрямку внесення положень щодо необхідності врахування фаз економічного циклу при розробці ГКП. По-друге, параметри ГКП, які встановлюються даним документом, засвідчують поступовий перехід від проциклічних (або нейтральних до фаз економічного циклу) підходів щодо формування ГКП до частково антициклічних.

Потрібно зазначити, що в аналогічному документі Центрального банку Російської Федерації [301] серед заходів Банку Росії щодо вдосконалення банківської системи і банківського нагляду в 2010 році і на період 2011 і 2012 років розглядається можливість впровадження елементів контрциклічної політики. Зокрема, планується розглянути можливість формування кредитними організаціями динамічних резервів (величина яких залежить від фази економічного циклу) [301, с. 29].

Далі дослідимо вплив монетарної політики НБУ на фази економічних циклів на основі ретроспективного аналізу застосування основних інструментів ГКП. Відповідно до статті 25 закону України «Про Національний банк України» основними інструментами грошово-кредитної політики є: обов'язкове

резервування; процентна політика; рефінансування; управління золотовалютними резервами; операції з цінними паперами на відкритому ринку; регулювання імпорту та експорту капіталу; емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними. Проаналізуємо особливості застосування зазначених вище інструментів ГКП у взаємозв'язку із фазами економічних циклів.

Враховуючи схему механізму монетарної трансмісії та результати емпіричних досліджень особливостей дії даного механізму в Україні, які наведено у монографічному дослідженні працівників НБУ за редакцією Стельмаха В.С. [126, с. 207], можна визначити у структурі монетарного передавального механізму України чотири канали: процентний, кредитний, валютний (в складі каналу вартості активів) та канал очікувань економічних суб'єктів. Як зазначається у дослідженні науковців НБУ [127; 126, с. 207; 128] та впливає зі змісту нормативних документів [129; 130] Національний банк вважає процентний канал трансмісійного механізму одним із основних. Індикатором процентної політики НБУ виступає офіційна облікова ставка.

Формальний аналіз динаміки облікової ставки дає підстави для наступних висновків. На фазі підйому у 2000-2002 роках облікова ставка НБУ зменшилась у 5 разів (із 35% до 7%) формально виконуючи проциклічну функцію. На рівні історичного мінімуму 7% облікова ставка знаходилась 21 місяць, тобто впродовж піку фази підйому процентна політика НБУ не здійснювала навіть формальний вплив на економічні процеси. Дана ситуація частково пояснюється відсутністю значимого взаємозв'язку між ставками НБУ та ставками міжбанківського ринку, що у свою чергу нівелює вплив процентної політики НБУ на динаміку ставок роздрібного сегменту грошового ринку. Неefективність облікової ставки НБУ, як інструмента грошово кредитної політики, підкреслювало багато вітчизняних та зарубіжних дослідників [126; 128; 297]. Наступне незначне підвищення облікової ставки з 7% до 9,5% було обумовлено необхідністю її приведенням до поточної цінової кон'юнктури ніж антициклічною складовою ГКП НБУ. Протягом 2006-2007 рр. облікова ставка знижувалась, що формально визначає проциклічний профіль ГКП.

Протягом перших трьох кварталів кризи облікова ставка залишалась на рівні 12%. Відсутність змін в обліковій ставці підтверджує висновок щодо низької дієвості процентної політики НБУ. Починаючи з червня 2009 року НБУ поступально знижує облікову ставку, яка на даний момент становить 7,75%. Даний процес носить позитивний характер, так як протягом фази спаду та протягом фази поживлення зниження вартості грошей повинно сприяти економічному поживленню.

Для візуалізації та додаткового обґрунтування наведених вище висновків розглянемо рисунок 5.14.

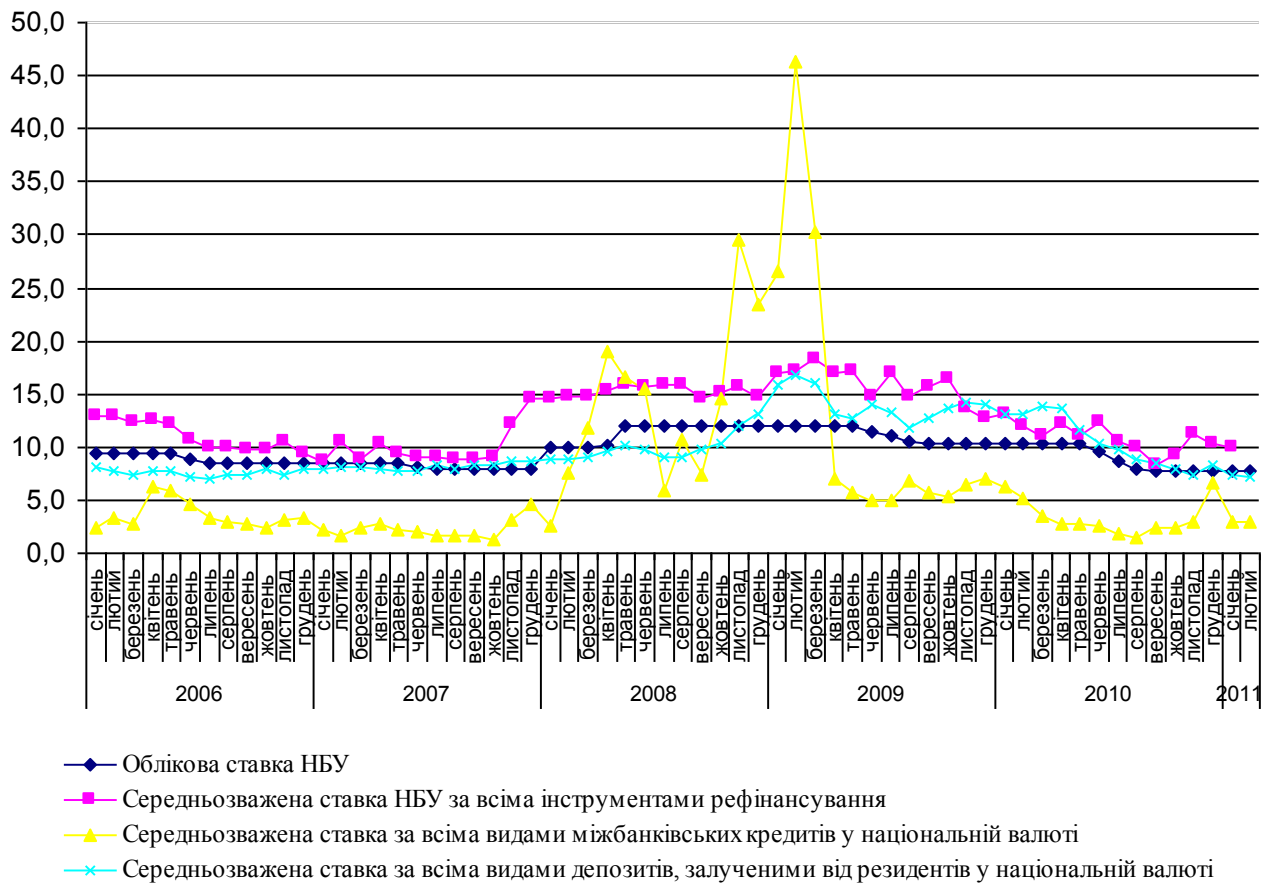


Рис. 5.14. Динаміка ставок грошового ринку України (сформовано автором на основі даних [153])



У місяцях протягом яких відбувалась зміна облікової ставки НБУ, значення даної ставки розраховувалось як середньозважене (вагою виступала кількість днів дії облікової ставки протягом даного місяця). Не достатню ефективність процентної політики НБУ, як складової антициклічної ГКП, підтверджують значні спреди та різнонаправлена динаміка між ставками НБУ, з одного боку, та ставками міжбанківського ринку і ринку депозитів, з іншого. Дана теза, перш за все, стосується фази спаду коли спостерігалось суттєве збільшення розриву між обліковою ставкою НБУ та середньозваженими ставками оптового і роздрібного сегменту грошового ринку України.

Останнім часом НБУ здійснив ряд принципівих заходів для підвищення дієвості процентної політики. По-перше, постановами Правління НБУ N 415 від 21.07.2009 р. та N 511 від 27.08.2009 р. внесено зміни до положення «Про процентну політику Національного банку України» [129] у напрямку посилення впливу облікової ставки на процентні ставки за іншими інструментами НБУ.

По-друге, удосконалено порядок використання інструментів НБУ з метою регулювання ліквідності. Зокрема, 30.04.2009 р. затверджено нове положення «Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» [130]. По-третє, постановою Правління НБУ N 567 від 29.09.2009 р. введено плату (в розмірі 30% від облікової ставки) за залишками коштів обов'язкових резервів, що перераховані банками на окремий рахунок у НБУ. Таким чином, посилюється значення облікової ставки НБУ та процентного каналу трансмісії монетарних імпульсів.

Іншим інструментом грошово-кредитної політики є обов'язкові резервні вимоги. Вплив даного інструменту визначається динамікою основних його параметрів: звітний період резервування; активи, що можуть зараховуватися для покриття резервів; об'єкт резервування; обсяг обов'язкових резервів, який має щоденно зберігатися на рахунках банку в НБУ; нормативи обов'язкового резервування.

За результатами ретроспективного аналізу зазначених вище параметрів можна зробити висновок, що перші три параметри (звітний період, покриття

резервів та об'єкт резервування) доцільно розглядати як складові механізму автоматичної реакції на рівень ліквідності банківської системи. Вони лише опосередковано можуть впливати на використання обов'язкового резервування як інструменту регулювання фаз економічного циклу. У даному контексті доцільно аналізувати норми резервування та частку обов'язкових резервів, яка має щоденно зберігатися на рахунках банку в НБУ.

Динаміка норм резервування та частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках банку в НБУ наведено на рисунку 5.15. На осі абсцис зазначено місяці у які відбувалась зміна параметрів обов'язкового резервування. Права вісь ординат ілюструє зміни частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках банку в НБУ; а ліва – динаміку максимальних та мінімальних норм резервування.

Як видно із рисунку 5.15, динаміка норм резервування в період 2001-2003 визначала проциклічний характер застосування даного інструменту.

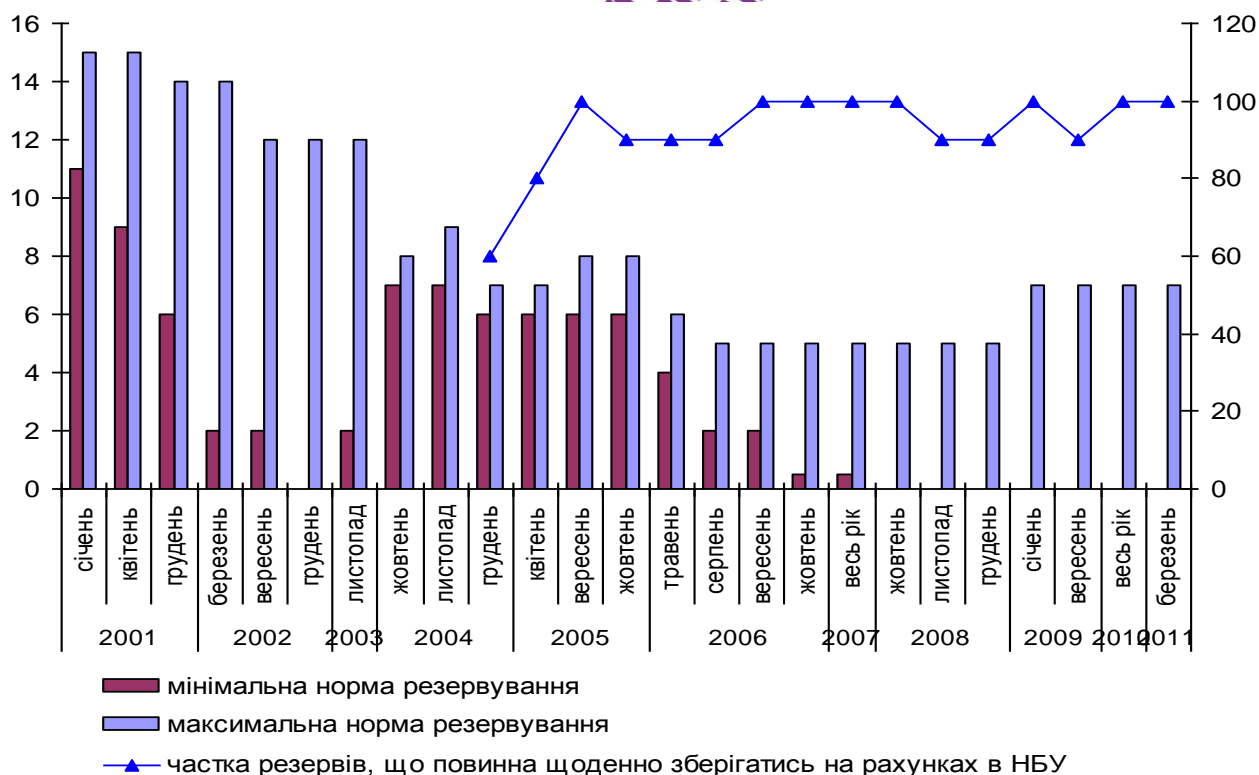


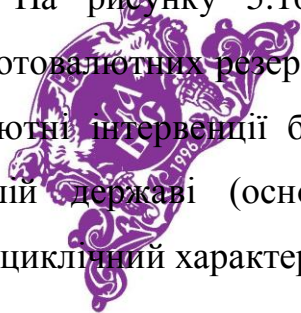
Рис. 5.15. Динаміка основних параметрів обов'язкового резервування
Джерело: [126, с. 118; 153; 330], а також власні оцінки на основі нормативних актів НБУ

Починаючи із жовтня 2004 року НБУ почав застосовувати більш жорстку політику резервних вимог, що пояснюється необхідністю подолання інфляційних тенденцій в економіці держави [126, с. 119]. Протягом 2006-2008 рр. норми резервування мали тенденцію до зниження досягнувши мінімальних значень у 2008 році. Зазначена тенденція також може характеризуватись як проциклічне застосування даного інструменту. Протягом фаз спаду та поживлення норми обов'язкових резервів суттєво не змінювались, як наслідок, обов'язкове резервування було нейтральним по відношенню до фаз економічного циклу.

Аналіз динаміки частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках банку в НБУ, підтверджує наші висновки щодо мінімального використання обов'язкових резервів для здійснення впливу на фази економічних циклів. Певна антициклічна спрямованість динаміки даного параметру протягом 2005 року повністю нівелюється необґрунтованими, з точки зору фаз економічного циклу, коливаннями у межах 90-100% у період з вересня 2005 до березня 2011 року.

Далі розглянемо управління золотовалютними резервами, як один із основних інструментів ГКП НБУ. Відповідно до статті 28 закону України «Про національний банк України» Національний банк забезпечує управління золотовалютними резервами держави, здійснюючи валютні інтервенції шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках з метою впливу на курс національної валюти щодо іноземних валют і на загальний попит та пропозицію грошей в Україні.

На рисунку 5.16 наведено динаміку валютних інтервенцій НБУ та золотовалютних резервів у 2006-2011 роках. До четвертого кварталу 2008 року валютні інтервенції були основним каналом нарощування грошової маси в нашій державі (основний канал кредитної емісії) та формально мали проциклічний характер.



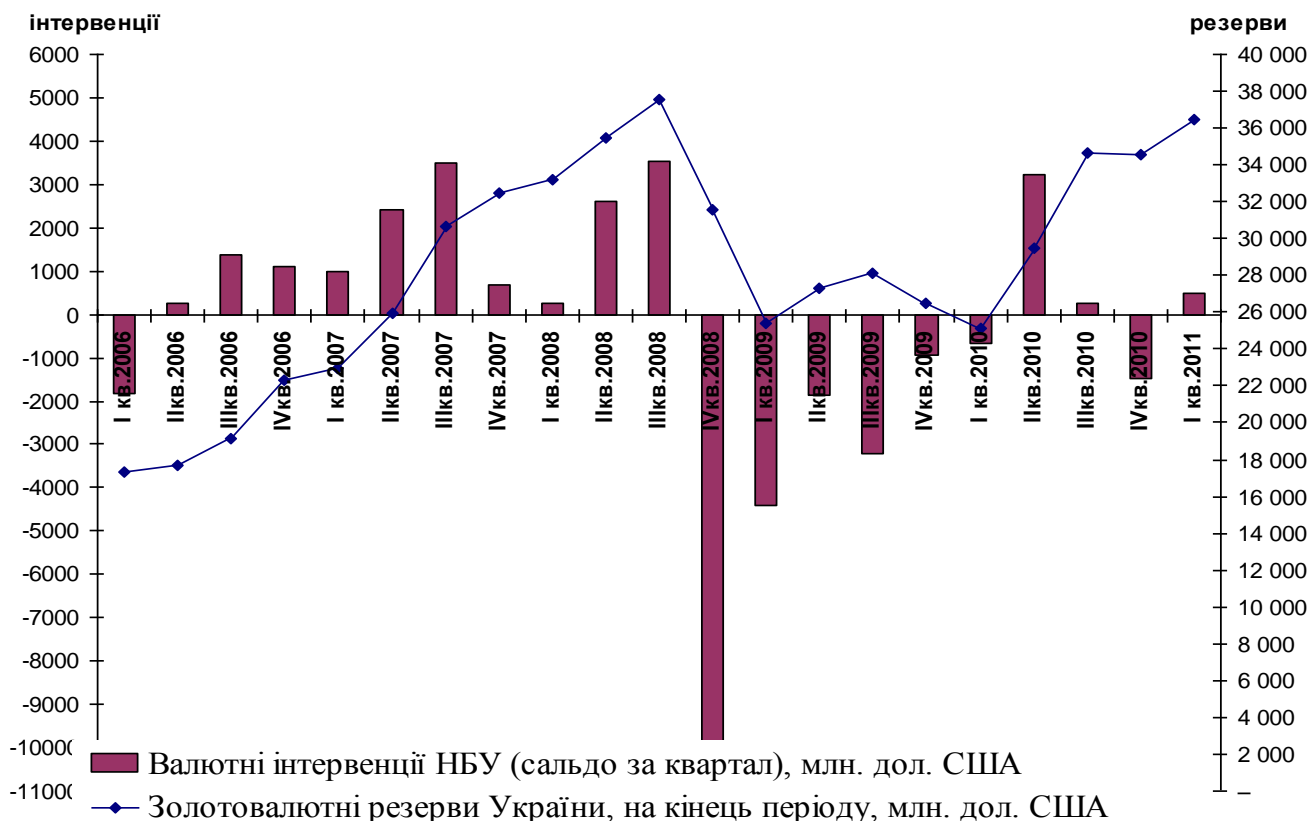


Рис. 5.16. Динаміка валютних інтервенцій НБУ та золотовалютних резервів у 2006-2011 роках (сформовано автором на основі даних [153])

На фазі спаду сальдо інтервенцій було від'ємним тобто також виконувало проциклічну функцію. Протягом періоду поживлення (2010-2011 роки) валютні інтервенції переважно були додатними. Таким чином, даний інструмент не розглядався НБУ як антициклічний, а використовувався для вирішення інших завдань: підтримка стабільності обмінних курсів та формування достатніх золотовалютних резервів.

Одним із інструментів ГКП НБУ є операції з цінними паперами на відкритому ринку. Динаміку операцій Національного банку з купівлі-продажу державних цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках, а також обсяги операцій репо наведено у таблиці 5.7.

Проаналізувавши дані наведені у таблиці можна зробити висновок щодо поступального зростання загального обсягу операцій з державними цінними паперами протягом 2005-2009 та випереджаючого росту даного показника

протягом 2010-2011 років. Однак, Національний банк України займає не значну частку даного ринку, зокрема обсяги операцій рефінансування банків із використанням державних цінних паперів протягом 2005-2011 років коливались у межах 0,5 – 6 млрд. грн. за рік (за виключенням 2008 року). Використовуючи операції на відкритому ринку НБУ протягом 2008 року надав 39,4 млрд. грн., причому протягом IV кварталу (початок економічної кризи) було надано 49% зазначеного обсягу рефінансування.

Таблиця 5.7

Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку, млн. грн.

Період	Усього	в т. ч. Національний банк України			
		купівля-продаж		рефінансування банків Національним банком України, включаючи угоди прямого репо	угоди зворотного репо
		на біржовому ринку	на позабіржовому ринку		
2005	20 336	–	–	517	2 300
2006	34 818	–	–	1 528	–
2007	54 279	–	–	607	–
2008	85 281	6 568	2 000	39 412	–
2009	73 056	3 862	33 266	4 206	–
2010	275 056	20 673	28 396	748	2 005
2011 січень-вересень	290 989	5 950	13 350	6 005	1 599

Джерело: статистичні дані офіційного сайту НБУ [153]

Таким чином, операції НБУ з цінними паперами на відкритому ринку не можна вважати певним інструментом грошово-кредитної політики, який може суттєво впливати на фази економічних циклів. Зокрема, директор департаменту монетарної політики НБУ Н. Гребеник наголошує на необхідності подальшого розвитку ринку державних цінних паперів для підвищення ефективності операцій НБУ на відкритому ринку [127].

Далі проаналізуємо проведені протягом 2007-2011 років операції НБУ щодо регулювання ліквідності банків (рис. 5.17). У межах вивчення даних операції доцільно проаналізувати порядок застосування двох інструментів ГКП

НБУ: рефінансування комерційних банків та операції НБУ з власними борговими зобов'язаннями (деPOSITними сертифікатами).

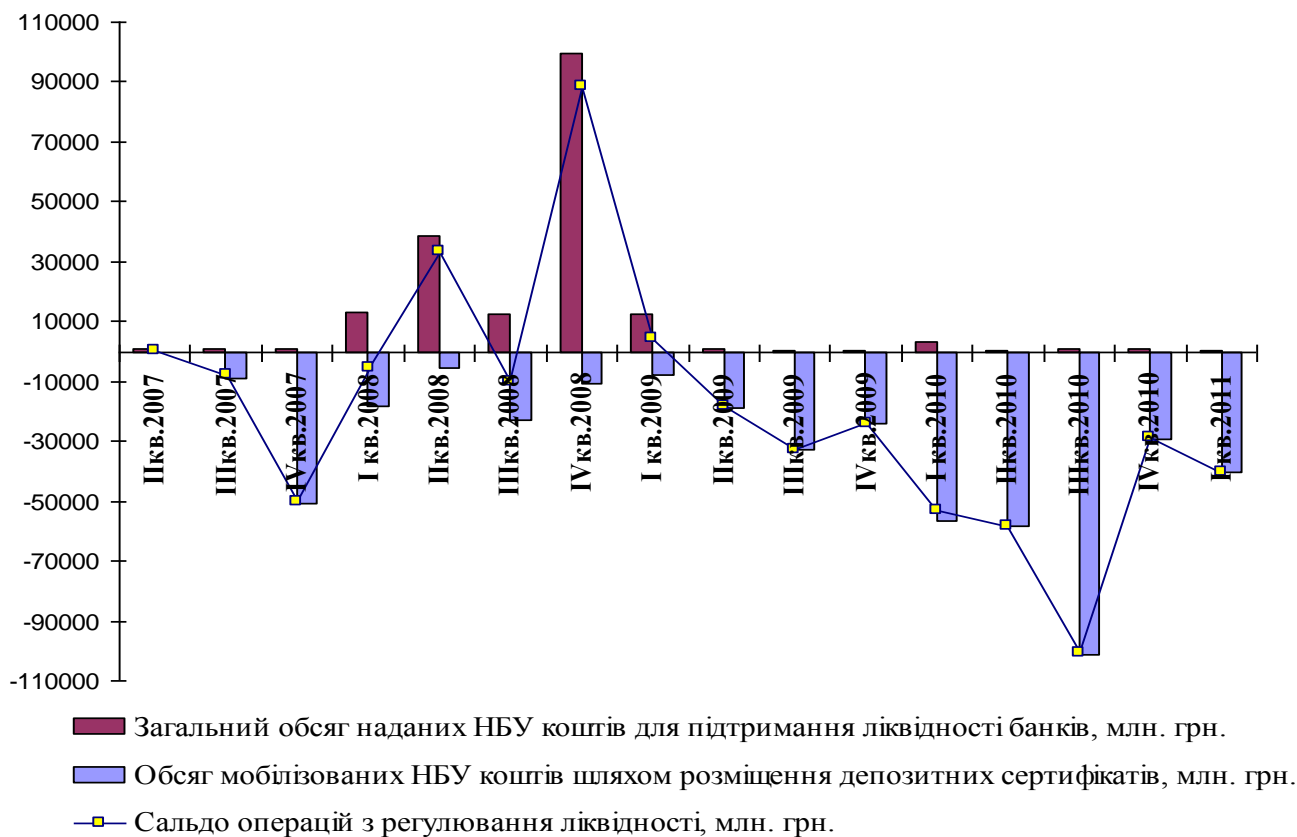


Рис. 5.17. Результати проведення операцій НБУ з регулювання ліквідності банків у 2007-2011 роках (сформовано автором на основі даних [153])

На рисунку 5.17 зі знаком «+» наведено обсяг наданих НБУ коштів для підтримання ліквідності банків, через постійно діючу лінію рефінансування (кредити овернайт) та шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків. За період з лютого 2008 по січень 2009 також враховано обсяг інших операцій з підтримки ліквідності, які переважно пов'язані із рефінансуванням банків в умовах загострення фінансової кризи. Не врахування інших операцій НБУ щодо рефінансування протягом 2007 року та з лютого 2009 року обумовлено способом представлення даних на офіційному сайті НБУ. Зазначений аспект не суттєво впливає на результати дослідження, оскільки в умовах поступової стабілізації фінансового ринку обсяги наданого комерційним банкам рефінансування суттєво зменшились. Зі знаком «-»

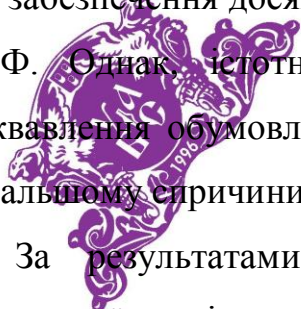
наведено обсяги мобілізації коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів НБУ.

За результатами аналізу даних, що наведені на рисунку 5.17 можна зробити висновок, що операції НБУ з регулювання ліквідності переважно мали антициклічний характер: сприяли абсорбуванню надлишкової ліквідності на фазі підйому та слугували основним каналом нарощування грошової маси у найгостріший період фази спаду.

На нашу думку, дані операції у значній мірі виконують роль противаги операціям НБУ на національному валютному ринку (рис. 5.16). У періоди коли Національний банк викупує суттєві обсяги іноземної валюти збільшуючи грошову масу в обігу, паралельно проводяться операції з абсорбування надлишкової ліквідності. З іншого боку, у IV кварталі 2008 року та I кварталі 2009 року спостерігались значні обсяги продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України, які були одним із основних факторів дефіциту гривневої грошової маси у комерційних банках. Даний дефіцит покривався НБУ за рахунок значних обсягів рефінансування.

Викликала певне занепокоєння суттєве збільшення обсягів коштів банків, що мобілізовані НБУ шляхом розміщення власних депозитних сертифікатів протягом фази поживлення (2010-2011 роки). Дана тенденція, з одного боку, свідчить про формування надлишкової ліквідності у комерційних банків, яку вони не можуть ефективно розмістити у кредитування реального сектору економіки держави. З іншого боку, Національний банк намагається зменшити гривневу грошову масу для запобігання прискорення інфляційних процесів та для забезпечення досягнення цільових параметрів інфляції визначених в угоді з МВФ. Однак, істотне скорочення ліквідності грошового ринку на фазі поживлення обумовлює недостатньо активне відновлення кредитування та у подальшому спричинить стримування економічного зростання.

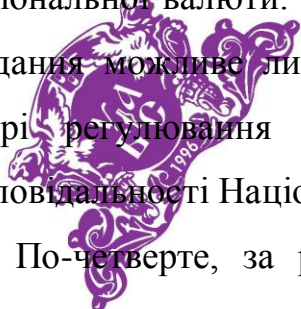
За результатами дослідження проблеми формування антициклічної монетарної політики Національним банком України нами сформульовано наступні висновки. По-перше, врахування циклічності розвитку економічних



процесів є необхідною умовою розробки грошово-кредитної політики спрямованої на формування рівноважного стану грошового ринку та підтримку макроекономічної рівноваги. Зазначене твердження набуває особливої актуальності з огляду на глибину та тривалість фази спаду 2008-2009 років. По-друге, грошово-кредитна політика НБУ на першому етапі фази підйому економічного циклу (2000-2004 рр.) мала чітко виражений проциклічний характер, що сприяло економічному зростанню. Проциклічний профіль ГКП об'єктивно обумовлювався необхідністю відновлення економіки після системної економічної кризи.

По-третє, на фазі підйому (2005-2008 роки), протягом фази спаду (IV кв. 2008 – 2009 рік), а також протягом фази поживлення (2010-2011 роки) грошово-кредитна політика переважно мала нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Порядок застосування основних інструментів ГКП (валютні інтервенції, операції, регулювання ліквідності) переважно визначався чинниками, що лежать у площині забезпечення стабільної динаміки обмінного курсу та формування золотовалютних резервів. Основна ціль НБУ, визначена конституцією України, полягає у забезпеченні стабільності національної валюти. Однак, зовнішня (обмінний курс) та внутрішня (рівень інфляції) стабільність гривні перебуває у безпосередньому взаємозв'язку із динамікою реального ВВП, а отже і параметрами фаз економічних циклів. Таким чином, видається доцільним формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики у межах, що не суперечать виконанню НБУ своєї основної функції – забезпечення стабільності національної валюти. Потрібно підкреслити, що повноцінне вирішення даного завдання можливе лише при вирішенні цілого ряду об'єктивних проблем у сфері регулювання економічних процесів, які лежать поза межами відповідальності Національного банку України.

По-четверте, за результатами аналізу змін у нормативних актах НБУ встановлено, що протягом 2009-2010 років було здійснено ряд заходів спрямованих на підвищення дієвості процентного каналу трансмісійного



механізму. Зазначені заходи, а також подальше формування необхідних умов ефективної роботи процентного каналу розглянутих у роботах фахівців НБУ [127; 331], у перспективі сприятимуть використанню процентної політики НБУ, як основного елементу антициклічної грошово-кредитної політики в Україні. Даний підхід цілком узгоджується із міжнародним досвідом.

На нашу думку, одним із ключових напрямків практичної реалізації антициклічної монетарної політики в Україні є розробка монетарного правила. Метрологічні аспекти та методичні підходи щодо формування правила монетарної політики досліджувались у розділі 4 даної роботи. На рисунку 5.18 визначено роль монетарного правила у антициклічному регулюванні.

На даному рисунку відображено порядок врахування рівноважних значень показників розрахованих на основі монетарного правила на різних фазах економічного циклу. За умови високої ймовірності настання фази спаду (або при фактичному настанні даної фази) доцільно знижувати (у порівнянні із рівноважним значенням) базову відсоткову ставку, якщо використовується правило монетарної політики для відсоткових ставок; або збільшувати темпи росту (у порівнянні із рівноважним значенням) грошової маси, якщо використовується правило монетарної політики для монетарних агрегатів. Зазначені заходи сприятимуть спрощенню доступу економічних агентів до фінансових ресурсів грошового ринку та стимулюватимуть їх економічну активність. Величина на яку необхідно знижувати ставку або підвищувати темпи росту грошової маси, перш за все, залежатиме від глибини економічного спаду та чинників які його обумовлюють.

Наприклад, в умовах фінансової кризи 2008-2009 років центральні банки економічно розвинених країн істотно знизили свої базові відсоткові ставки, та утримували їх нижче рівноважного рівня розрахованого за правилом Тейлора (рис. 5.9). Як зазначалось у підрозділі 5.2 даної роботи, у аналітичних матеріалах МВФ наводяться результати аналізу впливу монетарної політики економічно розвинених країн на згладжування економічних циклів. У якості індикатора дискреційного компоненту грошово-кредитної політики

використовувалась номінальна процентна ставка і відхилення реальної процентної ставки від ставки за правилом Тейлора. Крім того, практично усі центральні банки розвинених країн та країн, що розвиваються активно підтримували ліквідність грошового ринку надаючи величезні обсяги рефінансування для комерційних банків та знижуючи вимоги щодо резервування.

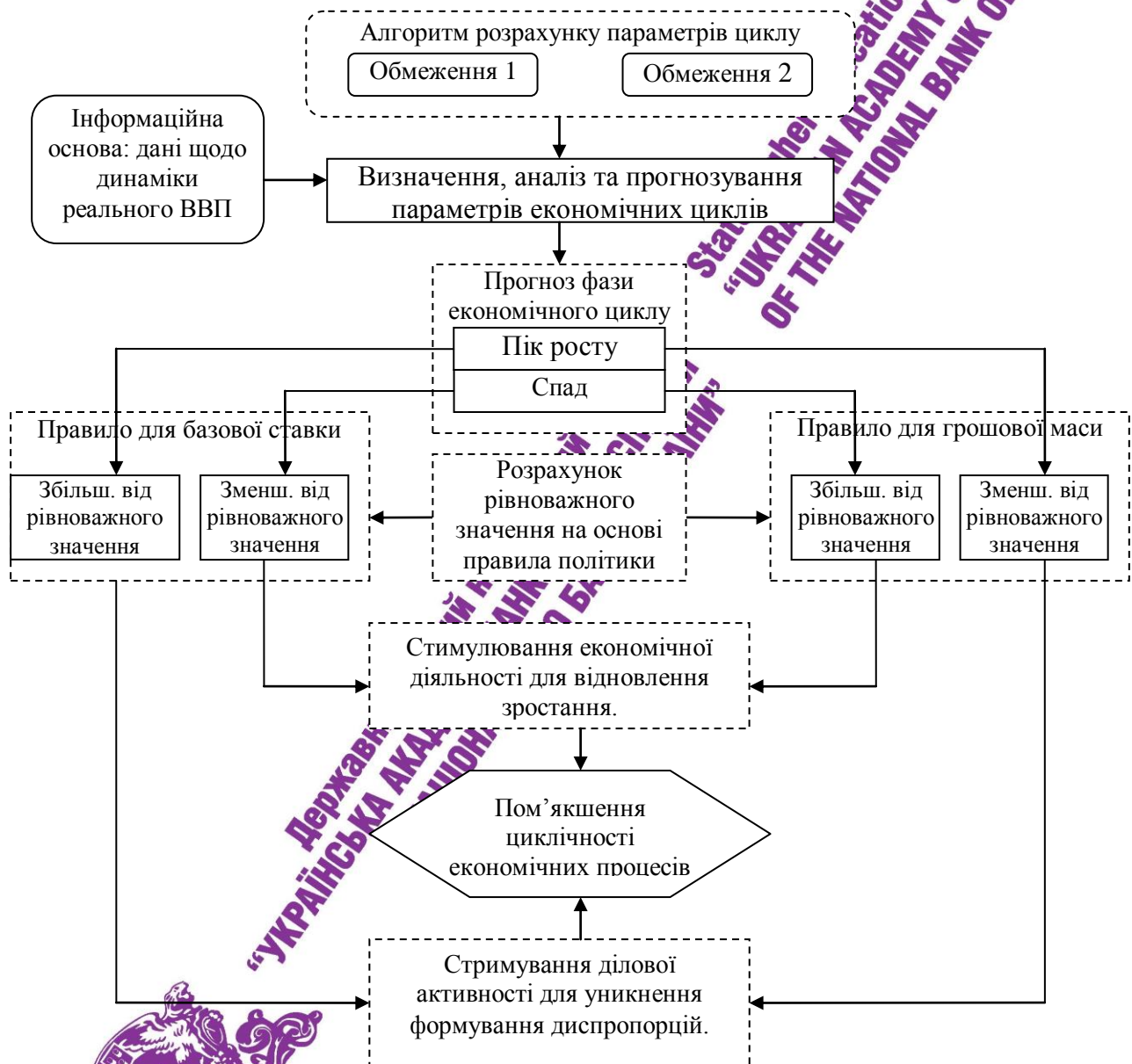


Рис. 5.18 Структурно-логічна схема використання монетарного правила для впливу на параметри економічних циклів (власна розробка)

Якщо економіка знаходиться на піку фази росту та існує висока ймовірність її «перегріву», зокрема формування диспропорцій на окремих

сегментах фінансового ринку, доцільно застосовувати протилежні заходи. Збільшувати, у порівнянні із рівноважним значенням, базову відсоткову ставку; або зменшувати, у порівнянні із рівноважним значенням, темпи росту грошової маси. Зазначені заходи сприятимуть обмеженню доступу економічних агентів до фінансових ресурсів та стримуватимуть їх економічну активність.

Застосування правила монетарної політики дозволяє перейти від інтуїтивно-дискреційного антициклічного застосування монетарних інструментів до планових та науково обґрунтованих заходів щодо реалізації антициклічної грошово-кредитної політики. Як зазначалось у підрозділі 4.4 роботи, на даний момент в Україні доцільно розробити монетарне правило для грошових агрегатів. При застосуванні даного правила для здійснення антициклічного регулювання, особливо на фазі спаду, крім необхідності відновлення економічного зростання також потрібно враховувати необхідність забезпечення прийнятної інфляційної динаміки.

Висновки до розділу 5

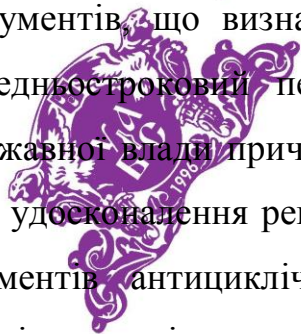
1. У п'ятому розділі роботи проаналізовано економічні цикли найбільших країн СНД (Росія, Україна, Казахстан та Білорусь) із використанням двох підходів. Перший ґрунтується на застосуванні процедури Брай-Бошена, яка була змодельована Дж. Енгелем у системі MatLab. Другий підхід передбачає дослідження динаміки реального ВВП у відповідності до процедури Брай-Бошена для квартальних даних, яка використовується Міжнародним Валютним Фондом. Зважаючи на методичні особливості застосування зазначених підходів, а також враховуючи доступність даних для аналізу, за основу взято другий підхід. За результатами його застосування встановлено, що фаза спаду у країнах СНД протягом останніх 20 років, у середньому, продовжувалась 12,2 квартали, тоді як у розвинених країнах у 3,4 рази менше.

2. Практично усі спади у економіках країн СНД (не враховуючи спади, що почались у 1991 році внаслідок розпаду СРСР) були спричинені фінансовими кризами 1998 та 2008-2009 років. Високосинхронізованими (спостерігались у 7 економіках із 12) можна вважати спади, спричинені світовою фінансовою кризою 2008-2009 років. Амплітуда високосинхронізованих спадів, спричинених фінансовою кризою у країнах СНД, в середньому складала -8,0%, що у 1,7 рази більше ніж для синхронних спадів, пов'язаних із фінансовою кризою, у економічно розвинених країнах. Показники варіації параметрів високосинхронізованих циклів, спричинених фінансовою кризою, засвідчують їх подібність у розрізі країн.

3. Встановлено, що в Україні фаза спаду тривала з 1991 до 1999 року включно, далі почалася фаза поживлення, яка тривала 37 кварталів. Україна єдина серед визначених нами найбільших економік СНД не перейшла до фази зростання, оскільки не відновила абсолютні обсяги ВВП порівняно із 1990 роком. Наступна фаза спаду тривала 5 кварталів (до IV кварталу 2009 року включно). Починаючи з I кварталу 2010 року економіка України перейшла у фазу поживлення.

4. Враховуючи результати досліджень фаз економічних циклів, а також ґрунтуючись на постулатах теорії монетаризму, обґрунтовано доцільність застосування експансіоністської або рестрикційної грошово-кредитної політики національними банками найбільших країн СНД на різних фазах ділового циклу.

5. Досліджено вплив центральних банків найбільших економік СНД на фази економічних циклів. За результатами дослідження змісту нормативних документів, що визначають основні засади грошово-кредитної політики на середньостроковий період, зроблено висновок щодо врахування органами державної влади причин та наслідків світової фінансової кризи 2008-2009 рр. для удосконалення регулювання фінансового ринку в цілому та впровадження елементів антициклічної грошово-кредитної політики зокрема. Найбільш послідовно підходи щодо впровадження антициклічної грошово-кредитної політики викладено у нормативних документах Республіки Казахстан. Окремі



елементи антициклічної грошово-кредитної політики планує впроваджувати Російська Федерація та Україна. У нормативних документах Республіки Білорусь не вдалось знайти положень, що безпосередньо відносяться до антициклічного регулювання.

6. За результатами аналізу динаміки процентних ставок центральних банків найбільших країн СНД встановлено, що послідовно застосовував контрциклічну процентну політику лише Національний банк Казахстану. Інші інструменти ГКП переважно мали нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Отже, їх доцільно розглядати у площині автоматичного регулювання параметрів грошового ринку, а не дискреційного впливу на фази економічного циклу. Певним виключенням є обов'язкове резервування, яке більшістю центральних банків використовувалось для антициклічного регулювання. Враховуючи зазначене вище, видається доцільним формування більш активної антициклічної грошово-кредитної політики центральними банками найбільших країн СНД.

7. Грошово-кредитна політика НБУ на першому етапі фази поживлення економічного циклу (2000-2004 рр.) мала чітко виражений проциклічний характер, що сприяло економічному зростанню. Проциклічний профіль ГКП об'єктивно обумовлювався необхідністю відновлення економіки після системної економічної кризи. На другому етапі фази поживлення (2005- III кв. 2008 року), протягом фази спаду (IV кв. 2008 – 2009 рік), а також протягом фази посткризового поживлення (2010-2012 роки) грошово-кредитна політика переважно мала нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Основна функція НБУ, визначена статтею 99 Конституції України, полягає у забезпеченні стабільності національної валюти. Однак, зовнішня (обмінний курс) та внутрішня (рівень інфляції) стабільність гривні перебуває у безпосередньому взаємозв'язку із динамікою реального ВВП, а отже і параметрами фаз економічних циклів. Таким чином, видається доцільним формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики у межах, що не суперечать виконанню НБУ своєї основної функції.

8. За результатами аналізу змін у нормативних актах НБУ встановлено, що протягом 2009-2012 років було здійснено ряд заходів спрямованих на підвищення дієвості процентного каналу трансмісійного механізму. Зазначені заходи, а також подальше формування необхідних умов ефективної роботи процентного каналу трансмісійного механізму, у перспективі сприятимуть використанню процентної політики НБУ, як основного елементу антициклічної грошово-кредитної політики в Україні. Одним із ключових напрямків практичної реалізації антициклічної монетарної політики в Україні є застосування експліцитного монетарного правила. Застосування даного правила дозволяє перейти від інтуїтивно-дискреційного антициклічного застосування монетарних інструментів до планових та науково обґрунтованих заходів щодо реалізації антициклічної грошово-кредитної політики.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [339; 340; 341; 348; 388; 391; 401; 413; 416].



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

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

РОЗДІЛ 6.

ОЦІНКА РІВНОВАГИ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ДЕРЖАВИ ТА ВПЛИВ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ НА ЇЇ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ

6.1 Методичні підходи до комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу держави

Останнім часом, враховуючи тенденції щодо глобалізації економічних відносин, а також причини та наслідки світової фінансової кризи 2008-2009 років, дослідження рівноваги платіжних балансів стають все більш актуальними. На нашу думку, рівновага платіжного балансу та макроекономічна рівновага є взаємозв'язаними, та у певній мірі взаємообумовлюючими характеристиками економічних процесів. Для підтвердження даної тези, у даному підрозділі роботи, розглянемо авторський підхід до визначення рівноваги платіжного балансу, а також проведемо його апробацію для практичної оцінки рівноваги платіжних балансів розвинених країн світу та країн, що розвиваються.

Під рівновагою платіжного балансу, переважно, розуміють такий стан, коли надходження і витік грошових коштів за основними його статтями є збалансованими (наближеними до нуля), що, у свою чергу, сприяє формуванню загального сальдо платіжного балансу, яке незначно відхиляється від нуля. Іноді зазначається, що рівноважним вважають платіжний баланс, за яким загальна сума платежів за міжнародними операціями країни відповідає бюджету. Деякі автори поняття рівноваги платіжного балансу (у короткостроковому періоді) пов'язують із використанням золотовалютних резервів держави: рівновага існує тоді, коли золотовалютні резерви не використовуються.

На нашу думку, дані трактування рівноваги платіжного балансу є спрощеним і не враховують умови реалізації економічних відносин у різних

країнах світу. Крім того, не приймається до уваги взаємозв'язок зовнішньоекономічних відносин (що безпосередньо відображаються на рахунках платіжного балансу) та макроекономічних показників.

Ми пропонуємо під рівновагою платіжного балансу розуміти такий його стан, що відповідає чотирьом взаємопов'язаним умовам (рис. 6.1). По-перше, динаміка та структура зовнішньоекономічних операцій, що формують основні статі платіжного балансу, дозволяє утримувати відносно значення сальдо основних його рахунків на прийнятному для даної економіки рівні. Тобто не допускається формування критичних відхилень сальдо основних статей платіжного балансу та його загального сальдо від їх абсолютного збалансованого (нульового) рівня. Причому для кількісної оцінки даних відхилень їх необхідно аналізувати за групою країн, що схожі за основними показниками економічного розвитку. Також доцільно представляти сальдо рахунків у співставному вигляді: наприклад, у відсотках від реального ВВП.

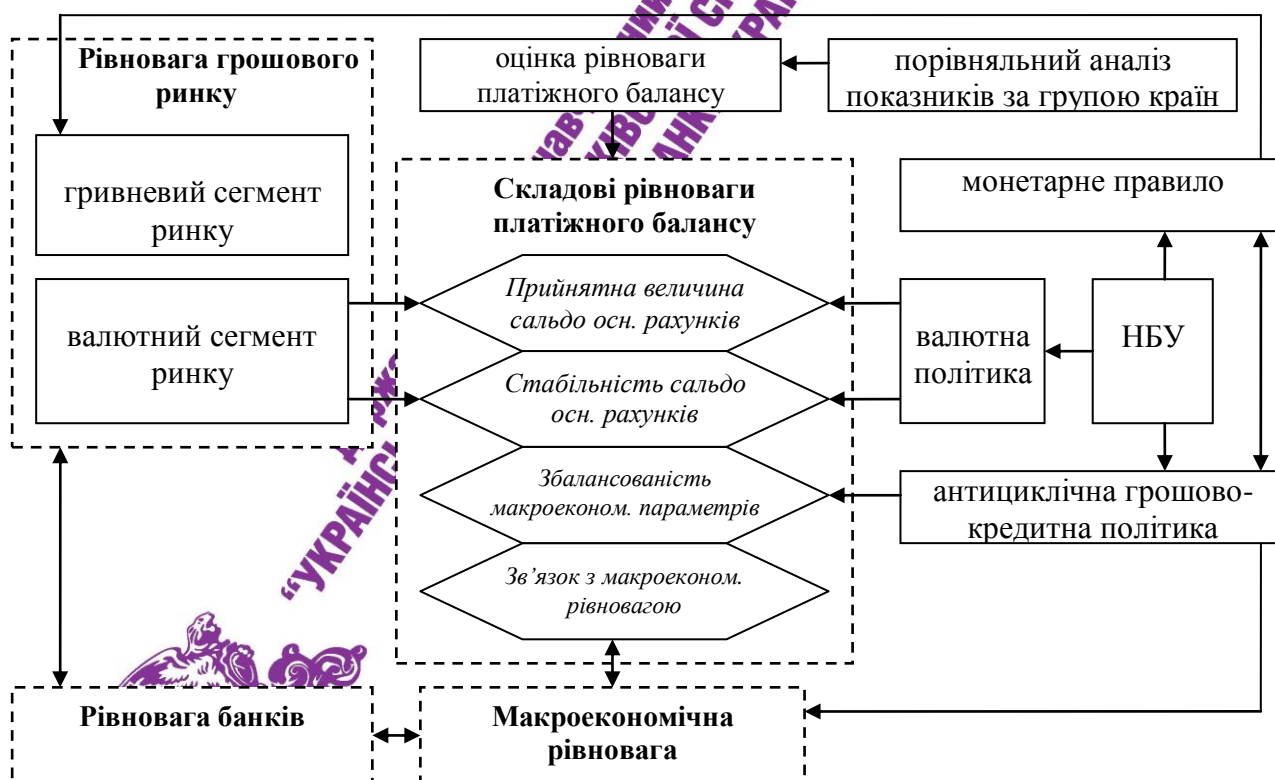


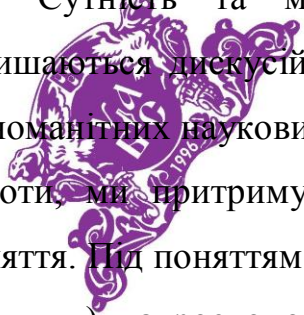
Рис. 6.1. Складові рівноваги платіжного балансу та їх взаємозв'язок з іншими видами економічної рівноваги (власна розробка)

По-друге, аналіз відхилень сальдо рахунків від збалансованого (нульового) рівня необхідно доповнювати порівняльним аналізом їх мінливості. За інших рівних умов, більша волатильність показників платіжного балансу означає гірші умови для досягнення рівноваги. Нестабільність платіжного балансу погіршує можливості економічних агентів щодо планування власних економічних рішень у зв'язку із невизначеністю прогнозів розвитку зовнішньоекономічних відносин. Крім того, висока мінливість показників платіжного балансу негативно впливає на валютний сегмент фінансового ринку країни, зокрема обумовлює високу волатильність валютних курсів.

По-третє, зовнішньоекономічні відносини повинні узгоджуватись із цілями та інструментами державної економічної політики та враховувати внутрішньонаціональні економічні тенденції. Дана вимога є обов'язковою для усіх країн з відкритими економіками. Потрібно зазначити, що в умовах посилення тенденцій до глобалізації соціально-економічних відносин закритих економік практично не залишилось. Результатом реалізації даної вимоги буде формування показників, наближених до макроекономічної рівноваги.

По-четверте, відповідно до сучасних положень макроекономічної теорії між показниками платіжного балансу які визначають рівень його урівноваженості та ключовими показниками що характеризують макроекономічну рівновагу повинні існувати певні зв'язки. Значна кількість та істотна сила даних зв'язків свідчатиме про «зрілість» ринкової економіки та можливість ефективного використання ринкових інструментів для державного регулювання економічних процесів.

Сутність та методологія формування макроекономічної рівноваги залишаються дискусійними питаннями, які по-різному вирішуються у межах різноманітних наукових течій та шкіл. Як зазначалось у попередніх підрозділах роботи, ми притримуємось практичного підходу щодо трактування даного поняття. Під поняттям «макроекономічна рівновага» ми розуміємо стан (процес розвитку) макроекономічної системи, який характеризується збалансованістю



основних макроекономічних пропорцій, що забезпечують стійкий ріст ВВП в умовах цінової стабільності.

Як видно з рисунку 6.1, запропоновані підходи щодо оцінки рівноваги платіжного балансу ґрунтуються на порівняльному аналізі показників за групою країн. Зазначимо, що до вибірки необхідно включати економіки співставні за масштабами, а також бажано враховувати рівень їх відкритості. За умови дотримання даних критеріїв формування вибірки, можливий розрахунок окремих кількісних показників (прийнятних для окремих груп країн на певних фазах економічного циклу) для оцінки рівноваги платіжних балансів. Дані кількісні показники можуть доповнюватись суб'єктивними висновками дослідників. Застосування кількісних та якісних критеріїв оцінки дозволить, з одного боку, уникнути недоліків жорсткої формалізації процесу оцінювання, а з іншого – сприятиме підвищенню об'єктивності результатів дослідження.

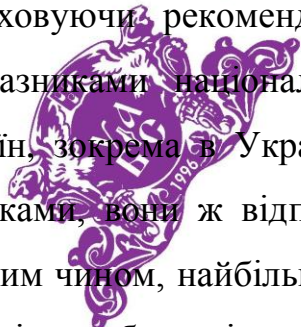
Таким чином, на основі застосування запропонованих підходів щодо оцінки рівноваги платіжного балансу можна визначити напрямки підвищення ефективності функціонування механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці. Зокрема, використати сформовані методичні підходи для дослідження впливу суб'єктів міжбанківського валютного ринку України рівновагу платіжного балансу (рис. 2.2). А також проаналізувати взаємозв'язок між рівновагою грошового ринку, макроекономічною рівновагою та рівновагою платіжного балансу. Як випливає з рисунку 6.1, даний взаємозв'язок може бути простежений через формування монетарних правил та реалізацію антициклічної грошово-кредитної політики. Зокрема, у монетарне правило можуть включатись показники валютного курсу, а інструменти антициклічної монетарної політики можуть істотно впливати на складові рівноваги платіжного балансу.

Більшість авторів зосереджують увагу на ретроспективному аналізі динаміки статей платіжного балансу окремої економіки [333; 334; 335]; деякі досліджують наукові підходи щодо формування рівноважних показників

платіжного балансу [332; 336]; інші зосереджуються на вивченні впливу на платіжний баланс світової фінансової кризи [289; 338].

Однак проблема розробки комплексних підходів до оцінки рівноваги платіжних балансів та їх апробація на вибірці країн залишається не достатньо дослідженою. Як зазначалось вище, даний підрозділ роботи спрямований на вивчення методичних підходів до комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів та їх апробації на даних найбільших країн з розвинутою економікою та найбільших країни з ринком, що формується.

Методика складання платіжного балансу визначається Міжнародним Валютним Фондом (далі МВФ), який постійно її удосконалює враховуючи ключові тенденції щодо розвитку економічних відносин. На даний момент застосовується п'ята редакція керівництва платіжного балансу (Balance of Payments Manual, fifth edition), яка опублікована у 1993 році. Даний документ представляє собою стандарти понять, визначень, класифікацій і угод для компіляції платіжного балансу і статистики міжнародної інвестиційної позиції. У 2009 році МВФ опублікував шосту редакцію керівництва платіжного балансу (Balance of Payments and International Investment Position Manual, sixth edition), яка враховує усі суттєві зміни що відбулись у міжнародній економіці з моменту виходу п'ятої редакції [342]. Відповідно до рішень прийнятих на 21-му засіданні комітету МВФ зі статистики платіжного балансу, що відбулось у листопаді 2008 року, орієнтовним терміном остаточного переходу на складання платіжних балансів на основі шостої редакції визначено 2012-2013 роки. Усі країни-члени МВФ беруть на себе зобов'язання скласти платіжний баланс враховуючи рекомендації МВФ та надавати інформацію за визначеними показниками національних платіжних балансів. У більшості європейських країн, зокрема в Україні [124], платіжний баланс складається центральними банками, вони ж відповідають за передачу достовірної інформації до МВФ. Таким чином, найбільш повна, об'єктивна та актуальна інформація щодо стану платіжних балансів держав світу розкривається у виданнях МВФ.



Використовуючи офіційну статистичну базу даних МВФ, що розповсюджується у електронному вигляді (International Financial Statistics CD-ROM) [291], проаналізуємо поточні тенденції врівноваження платіжних балансів країн світу. Для підвищення репрезентативності результатів, нами розглянуто по три країни (у розрізі груп країн за класифікацією МВФ), що мають найбільшу частку у світовому ВВП. У дослідженні МВФ, присвяченому перспективам розвитку світової економіки, наводиться поділ країн світу за групами, а також зазначаються частки даних груп і окремих провідних країн у структурі світового ВВП за результатами 2008 року [289, с. 184-189].

Таким чином, із групи «країни з розвинутою економікою» до вибірки включено США (частка у світовому ВВП 20,7%), країни зони євро (частка у світовому ВВП 15,7%) та Японію (частка у світовому ВВП 6,4%). Із групи «країни з ринком, що формується та країни, які розвиваються» до вибірки включено Китай (частка у світовому ВВП 11,4%), Індію (частка у світовому ВВП 4,8%) та Росію (частка у світовому ВВП 3,3%). Отже, до вибірки включено країни, які у сукупності виробляють 62,3% світового ВВП та можуть вважатись основними суб'єктами міжнародних економічних відносин.

На рисунку 6.2 наведено основні показники платіжних балансів провідних країн з ринковою економікою, що включені до вибірки. Стовбці відображають сальдо основних статей платіжного балансу (ліва шкала), а лінії – загальне сальдо платіжного балансу (права шкала). Усі показники представлені станом на кінець звітного періоду (року). Виключенням є дані щодо статей платіжного балансу Японії, у зв'язку із відсутністю необхідної інформації, на останню дату аналізу наведені дані за 9 місяців 2011 року. Для забезпечення порівнянності, усі дані наводяться у мільярдах доларів США.

Як видно із рисунку, формально найбільш збалансованим є платіжний баланс США, загальне сальдо коливалося у межах плюс 16 та мінус 14,1 млрд. дол. США (виключенням є посткризовий 2009 р. коли сальдо платіжного балансу склало плюс 52,2 млрд. дол. США). Тобто США компенсують від'ємне

сальдо поточного рахунку майже симетричними надходженнями ресурсів за статтями фінансового рахунку.

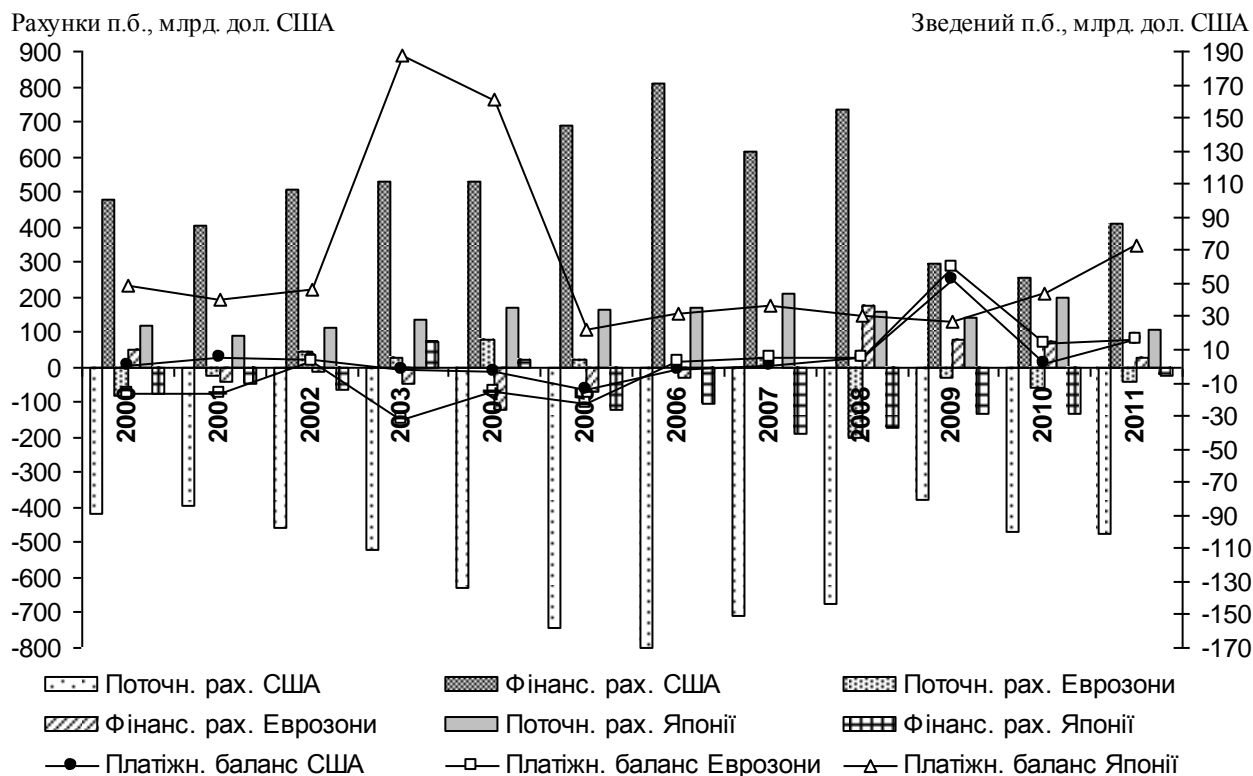


Рис. 6.2 Сальдо основних показників платіжних балансів провідних країн з розвинутою економікою (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

Однак, якщо проаналізувати динаміку абсолютних значень сальдо поточного та фінансового рахунку США та порівняти їх з відповідними показниками Японії та країн Єврозони, можна зробити висновок щодо суттєвої розбалансованості платіжного балансу США. Потрібно зазначити, що рівень розбалансованості як поточного, так і фінансового рахунків США поступально зростає до 2006 року включно. Середні темпи росту від'ємного сальдо поточного рахунку протягом 2002-2006 років становили понад 15%. Протягом даного періоду середні темпи росту додатного сальдо фінансового рахунку становили 16,2%. Значне переважання експорту над імпортом (за результатами 2006 року експорт товарів становив 1,04 трлн. дол. США а імпорт 1,88 трлн. дол. США) призводить до суттєвого від'ємного сальдо поточного рахунку та перетворюють США на найбільшу у світі країну-боржник. Однак, починаючи з

2009 року спостерігається тенденція щодо істотного зменшення розбалансованості поточного рахунку та відповідного зменшення притоку грошових коштів за статтями фінансового рахунку. Дана тенденція забезпечила формування стійкого позитивного загального сальдо платіжного балансу США протягом 2009-2011 років.

Країни Єврозони мають більш врівноважені показники експорту та імпорту, що дозволяло їм демонструвати додатне сальдо поточного рахунку протягом 2002-2007 років, однак в умовах світової фінансової кризи та протягом посткризового періоду (2010-2011 рр.) сальдо поточного рахунку стало від'ємним. За фінансовим рахунком спостерігаються протилежні тенденції. Протягом 2001-2007 років він характеризувався відносно незначним від'ємним значенням, тобто країни зони євро переважно виступали у ролі країн-кредиторів. Однак, за результатами 2008-2011 років ситуація кардинально змінилась: додатне сальдо фінансового рахунку країн зони євро коливалось у межах від 174 до 29 млрд. дол. США. Тобто переважали операції із залучення фінансових ресурсів над операціями, пов'язаними із їх розміщенням, що також пояснюється кризовими явищами 2008-2009 років та наступною борговою кризою у Греції та деяких інших країнах південної Європи.

На відміну від США та країн зони євро, Японія у всіх періодах забезпечувала значне додатне сальдо платіжного балансу, яке коливалось у межах від 22,3 млрд. дол. США за результатами 2005 року до 187,2 млрд. дол. США за результатами 2003 року. Профіцит платіжного балансу Японії забезпечувався значним додатнім сальдо поточного рахунку, яке дещо урівноважувалось відтоком ресурсів за фінансовим рахунком (Японія є однією з основних країн-кредиторів). На відміну від більшості інших країн, ключовим фактором формування додатного сальдо поточного рахунку Японії, протягом 2005-2011 років, є сальдо доходів (а не сальдо торгівлі товарами та послугами).

Далі проаналізуємо динаміку квартальних показників сальдо поточного та фінансового рахунків провідних країн з розвинутою економікою за останні п'ять років (рис. 6.3). У першій половині 2008 року на світових фінансових

ринках посилювались негативні тенденції, які у другій половині 2008 року спричинили масштабну світову фінансову кризу.

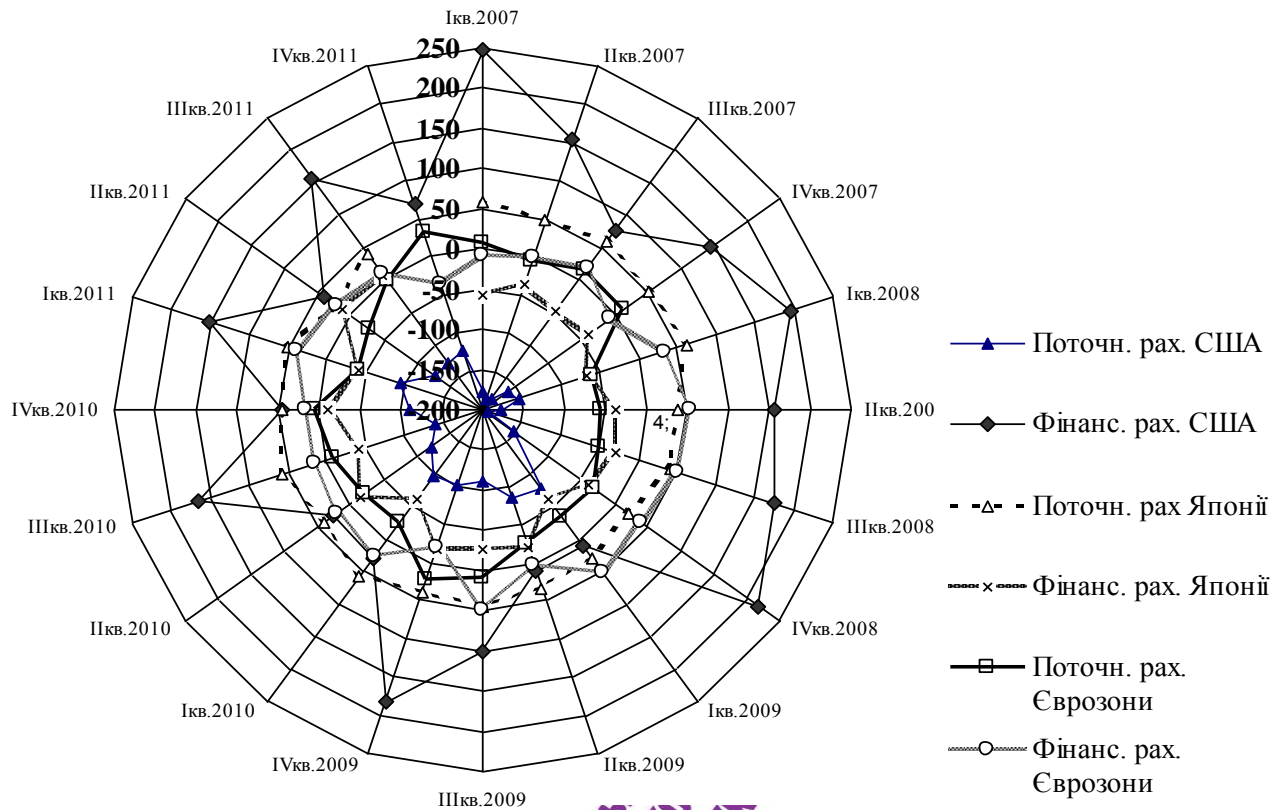


Рис. 6.3. Сальдо поточного та фінансового рахунків провідних країн з розвинуеною економікою, млрд. дол. США (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

Зазначені негативні процеси спричинили розбалансування показників платіжних балансів досліджуваних країн починаючи з I кварталу 2008 до I кварталу 2009 року включно. Зокрема, у 2008 році спостерігалась тенденція до істотного збільшення додатного квартального сальдо фінансового рахунку США на фоні значного від'ємного сальдо поточного рахунку. Також істотно збільшився рівень розбалансованості поточного та фінансового рахунку країн Єврозони. Середні значення від'ємного квартального сальдо поточного рахунку та додатного сальдо фінансового рахунку протягом 2008 року у 2-3 рази перевищували відповідні показники для інших (не кризових) років. Спостерігалась тенденція щодо зменшення величини додатного сальдо поточного рахунку Японії протягом II кв. 2008 – I кв. 2009 та відповідне зменшення загального додатного сальдо платіжного балансу.

Однак, державні органи провідних країн засобами економічної політики змогли частково нівелювати вплив кризових явищ на макроекономічну ситуацію в цілому та динаміку і структуру операцій з нерезидентами зокрема. Як видно із рисунку 6.3, починаючи з другого півріччя 2009 років більшість негативних тенденцій, що свідчили про істотне відхилення платіжних балансів провідних країн від рівноважного стану, були подолані. По-перше, протягом 2010-2011 років приблизно на 25% зменшився рівень розбалансування поточного та фінансового США. По-друге, зменшилась абсолютна різниця між сальдо ключових статей платіжного балансу країн зони євро, однак істотно зросла варіація даних показників. По-третє, позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу Японії відновилося до передкризового рівня, що відповідає експортоорієнтованій структурі економіки даної держави.

Далі проаналізуємо основні показники платіжних балансів провідних країн з ринком, що формується та країн, що розвиваються: Китай, Індія, Росія (рис. 6.4). Дані щодо платіжного балансу Індії за 9 міс. 2011 року є недоступними на дату аналізу, що обумовило відсутність відповідних показників на рисунку.

У кожній із країн даної групи протягом 2000-2007 років спостерігався стійкий профіцит платіжного балансу, однак його величина та чинники формування суттєво розрізнялись. Світова фінансова криза спричинила погіршення показників платіжних балансів даних країн. У Китаї була перервана тенденція щодо поступального істотного збільшення позитивного сальдо платіжного балансу. Загальне сальдо платіжного балансу Індії зменшилось практично до нульового рівня: за результатами 2010 року даний показник становив менше 1 млрд. дол. США, що у 6 разів менше попереднього мінімального рівня. Платіжний баланс Росії, який характеризувався істотним та поступально зростаючим профіцитом протягом 2000-2007 рр., за результатами 2008 року став від'ємним (негативне загально сальдо становило 39 млрд. дол. США).

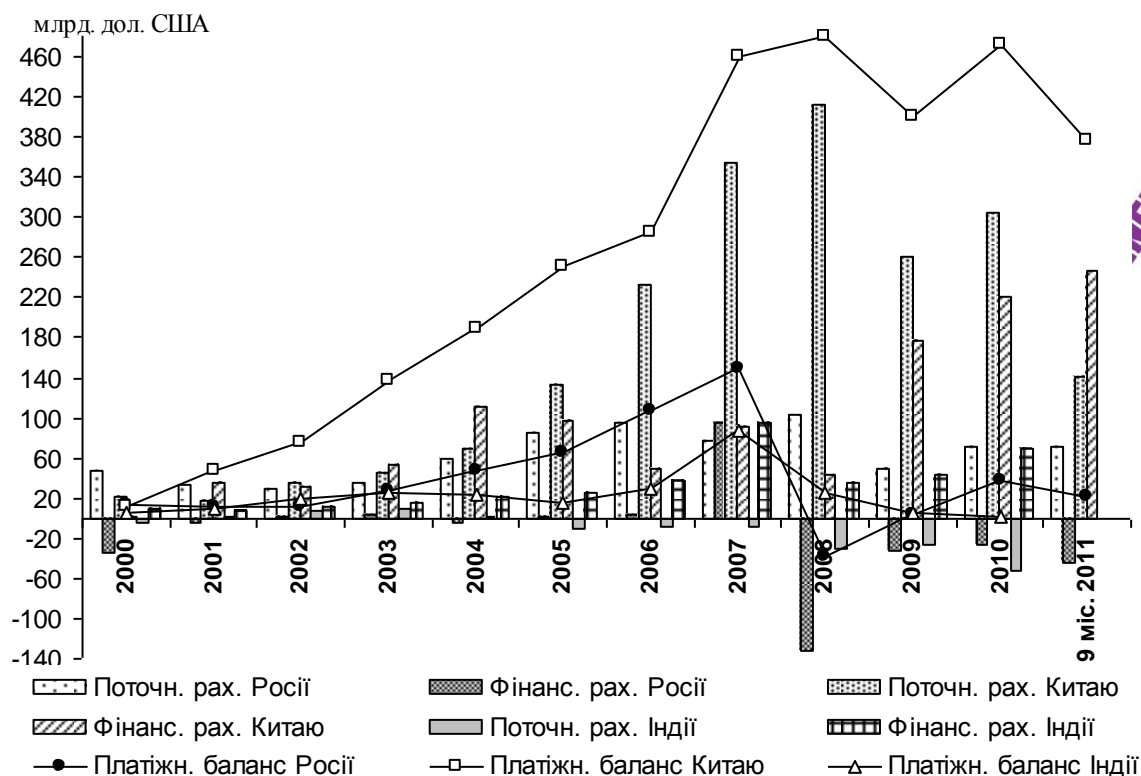


Рис. 6.4. Сальдо основних показників платіжного балансу провідних країн з ринком, що формується та країн, що розвиваються (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

Як свідчить динаміка основних показників платіжного балансу, Китай стрімко перетворюється на беззаперечного світового лідера міжнародних економічних відносин. На підтвердження даної тези наведемо ряд показників. По-перше, за результатами 2007 року обсяг експорту китайських товарів становив 1,2 трлн. дол. США і вперше перевищив обсяги експорту США. Таким чином, Китай за абсолютним обсягом експорту товарів поступається лише країнам Єврозони, однак, потрібно враховувати, що Єврозона є союзом 16 суверенних держав.

По-друге, за результатами 2006 та 2007 років Китай, перевершивши відповідний показник Японії, став світовим лідером за величиною додатного сальдо поточного рахунку. Та продовжує впевнено утримувати дані позиції у 2009-2011 роках. Абсолютне значення профіциту поточного рахунку Китаю протягом 2002-2007 років у середньому збільшувалось на 70% щорічно та

станом на 31.12.2007 року досягло 354 млрд. дол. США. Протягом наступних чотирьох років темпи росту позитивного сальдо поточного рахунку уповільнились та збільшилась його волатильність, що не завадило Китаю залишатись світовим лідером за даним показником.

По-третє, додатне сальдо поточного рахунку поряд із перманентним притоком ресурсів за статтями фінансового рахунку дозволили забезпечити Китаю лідерство за абсолютним розміром додатного сальдо платіжного балансу. Даний показник протягом 2002-2007 років у середньому зростав на 49,5% щорічно та станом на 31.12.2007 року становив 460,7 млрд. дол. США. Не зважаючи на уповільнення зростання профіциту платіжного балансу Китаю у 2008-2011 роках, даний показник залишається найбільшим у світі.

З самого початку складання платіжного балансу (1994 рік) і до 1999 року включно у Росії спостерігалось його від'ємне сальдо. Протягом 2000-2002 років зовнішньоекономічна діяльність резидентів Росії забезпечувала порівняно незначне додатне сальдо, яке коливалось у межах від 7 до 14 млрд. дол. США.

Починаючи з 2003 року, спостерігалась стійка тенденція щодо динамічного зростання величини додатного сальдо платіжного балансу Росії. Середньорічні темпи приросту даного показника протягом 2004-2007 років становили 52% (2003 рік виключено у зв'язку з низькою базою порівняння). Даний ріст сальдо платіжного балансу Росії протягом 2003-2006 років забезпечувався ростом додатного сальдо поточного рахунку (середньорічні темпи приросту 36%). Однак, за результатами 2007 року спостерігалось падіння додатного сальдо поточного рахунку, яке було повністю компенсоване тридцятикратним зростанням позитивного сальдо фінансового рахунку. Таким чином, значні обсяги притоку коштів за статтями фінансового рахунку дозволили Росії за результатами 2007 року сформувати додатне сальдо платіжного балансу у розмірі 148,9 млрд. дол. США, що є абсолютним історичним максимумом даного показника для Росії.

Однак, світова фінансова криза спричинила суттєвий відтік коштів за фінансовим рахунком Росії: за 2008 рік даний показник становив -131,7 млрд. дол. США, що майже на 40% перевищило кумулятивний притік коштів за фінансовим рахунком протягом 2002-2007 років. Як наслідок, за результатами 2008 року у Росії спостерігалось суттєве від'ємне сальдо платіжного балансу. Зазначимо, що протягом 2009-2011 років відтік коштів за фінансовим рахунком істотно зменшився, що дозволило сформувати позитивне сальдо платіжного балансу. Однак, його абсолютна величина залишається істотно меншою у порівнянні із 2005-2007 рр., коли спостерігалось додатне сальдо фінансового рахунку.

Сальдо платіжного балансу Індії протягом усього періоду аналізу було додатнім, але характеризувалось нестабільністю динаміки. Основним фактором формування додатного сальдо платіжного балансу був приток у Індію ресурсів за статтями фінансового рахунку, сальдо якого протягом 2002-2007 років зростало в середньому на 39% щорічно. Потрібно підкреслити, що навіть в умовах світової фінансової кризи та протягом посткризового періоду Індії вдалось забезпечити як позитивне сальдо фінансового рахунку, так і додатне сальдо платіжного балансу в цілому.

Далі дослідимо відносний рівень збалансованості показників платіжних балансів на основі оцінки відношення сальдо основних його рахунків до реального ВВП, вираженого у доларах США у фіксованих цінах 2005 року [306]. Результати порівняльного аналізу відносного рівня збалансованості платіжних балансів країн, що увійшли до вибірки, наведено у таблиці 6.1.

На основі аналізу наведених у даній таблиці показників можна зробити наступні висновки. По-перше, у розвинених країнах середнє значення відношення загального сальдо платіжного балансу до реального ВВП протягом 2000-2010 років не перевищувало 1,4%, тоді як у країнах, що розвиваються коливалось у межах 2,6 – 8,8%. Найбільша волатильність даного показника

спостерігалась у країнах Єврозони (що частково пояснюється відмінністю між економічною динамікою у різних країнах Євросоюзу), а найменша у Китаї.

Таблиця 6.1

Відношення показників платіжного балансу країн світу до їх ВВП, %

Сальдо рахунків платіжного балансу	Звітний період												Стандарт. відхил.	Середнє знач.	Коеф. варіації
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010				
США															
Поточний рах.	-3,74	-3,53	-3,99	-4,43	-5,17	-5,95	-6,22	-5,51	-5,11	-2,92	-3,62	1,09	-4,56	24%	
Фінансовий рах.	4,28	3,59	4,39	4,51	4,34	5,46	6,25	5,03	5,55	2,31	1,97	1,31	4,33	30%	
Загальне сальдо	0,003	0,043	0,032	-0,013	-0,023	-0,112	-0,019	0,001	0,037	0,405	0,014	0,13	0,03	389%	
Країни Єврозони															
Поточний рах.	-0,60	-0,17	0,31	0,17	0,54	0,12	0,00	0,15	-1,20	-0,20	-0,34	0,48	-0,11	431%	
Фінансовий рах.	0,36	-0,29	-0,11	-0,32	-0,81	-0,46	-0,17	-0,03	1,04	0,48	0,46	0,53	0,01	3766%	
Загальне сальдо	-0,12	-0,12	0,02	-0,22	-0,10	-0,15	0,02	0,03	0,03	0,38	0,08	0,16	-0,01	1171%	
Японія															
Поточний рах.	2,81	2,05	2,62	3,13	3,85	3,64	3,67	4,43	3,34	3,19	4,28	0,71	3,37	21%	
Фінансовий рах.	-1,84	-1,13	-1,48	1,65	0,50	-2,70	-2,20	-3,94	-3,68	-2,92	-2,85	1,71	-1,87	91%	
Загальне сальдо	1,15	0,95	1,08	4,31	3,60	0,49	0,69	0,77	0,66	0,60	0,96	1,30	1,39	93%	
Росія															
Поточний рах.	8,24	5,68	4,69	5,28	8,28	10,97	11,50	8,66	11,02	5,62	7,85	2,47	7,99	31%	
Фінансовий рах.	-6,04	-0,62	0,34	0,45	-0,71	0,43	0,38	10,68	14,01	-3,66	-2,89	5,89	-1,45	406%	
Загальне сальдо	2,45	1,89	1,15	4,22	6,53	8,50	13,06	16,74	-4,14	0,39	4,06	5,95	4,99	119%	
Китай															
Поточний рах.	1,42	1,11	2,07	2,44	3,32	6,98	9,76	12,55	12,70	7,37	7,86	4,34	6,14	71%	
Фінансовий рах.	0,14	2,22	1,89	2,81	5,35	2,56	0,10	2,38	1,33	4,99	5,70	1,94	2,68	72%	
Загальне сальдо	0,74	3,03	4,40	6,20	9,96	9,00	9,51	15,58	14,76	11,30	12,15	4,75	8,79	54%	
Індія															
Поточний рах.	-0,77	0,22	1,08	1,24	0,10	-1,22	-1,01	-1,12	-2,92	-2,27	-4,14	1,65	-0,98	168%	
Фінансовий рах.	1,72	1,27	1,83	2,31	2,89	3,01	4,11	9,70	3,25	3,78	5,48	2,36	3,58	66%	
Загальне сальдо	1,01	1,38	2,88	3,69	3,08	1,73	3,17	8,68	2,39	0,50	0,08	2,33	2,60	90%	

Джерело: сформовано автором на основі офіційної статистики МВФ [291] та ООН [306]

Потрібно зазначити, що США та країни Єврозони характеризувались мінімальним відхиленням сальдо платіжного балансу від рівноважного значення, що у середньому становило 0,03% та -0,01% реального ВВП відповідно. Платіжний баланс Японії характеризувався помірним додатнім сальдо, яке у середньому складало 1,4% ВВП. Індія формувала незначне додатне сальдо, що у середньому знаходилось на рівні 2,6% ВВП. Росія та

Китай допускали найбільші відносні відхилення сальдо платіжного балансу від рівноваги, які у середньому склали 5% та 8,8% реального ВВП відповідно.

По-друге, найбільші відхилення відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до реального ВВП спостерігались у Росії, Китаю та США, причому якщо Росія та Китай формувала істотний профіцит (у середньому 8% та 6,1% ВВП відповідно), то США – найбільший дефіцит (у середньому 4,6% ВВП). Найменші відхилення спостерігались країнах Євросони (у середньому -0,11%) та Індії (у середньому -0,98). Найбільша волатильність даного показника спостерігалась у країнах Євросони, найменша – у США та Японії.

По-третє, найбільше додатне сальдо фінансового рахунку (відносно ВВП) спостерігалось у США та Індії, а найбільше від'ємне – у Японії та Росії. Найбільш мінливим даний показник був у країнах Євросони та у Росії, а найбільш стабільним у США.

Підсумовуючи аналіз збалансованості платіжних балансів за критеріями величини та мінливості сальдо основних рахунків, в цілому зроблено висновок щодо прийнятності показників урівноваженості платіжного балансу кожної з країн, що включені до вибірки. Найбільш збалансованими були показники платіжних балансів країн Євросони, однак вони також характеризувались найбільшими рівнями мінливості, що частково пояснюється неоднорідністю економічного розвитку країн, що входять до зони євро; а також низькими абсолютними середніми значеннями відповідних показників. До групи країн із середнім рівнем збалансованості та мінливості показників платіжного балансу можна віднести Індію та Японію. У даних країнах реалізована модель покриття дефіциту одного рахунку профіцитом іншого, що забезпечує можливість формування прийняттого рівня загального сальдо платіжного балансу.

США займають проміжну позицію між країнами із середнім рівнем збалансування показників платіжного балансу та країнами із значними дисбалансами. З одного боку, платіжний баланс США характеризується одними з найбільших відхилень сальдо поточного та фінансового рахунку від їх

рівноважних значень (які є найменш мінливими), а з іншого – найменшим значенням загального сальдо (які характеризуються істотною мінливістю).

Найбільш розбалансованими за відхиленнями сальдо основних рахунків є показники Росії та Китаю. У Росії реалізована схожа з Японією модель з профіцитом поточного та дефіцитом фінансового рахунків. Дана схожість є лише формальною, оскільки профіцит поточного рахунку Росії формується за рахунок експорту сировини, а профіцит Японії за рахунок експорту високотехнологічних товарів. Відмінною є також економічна природа формування дефіциту фінансового рахунку, даний показник платіжного балансу Росії у значній мірі пов'язаний з відтоком фінансових ресурсів у офшори, а дефіцит фінансового рахунку Японії – з інвестиційними проектами за кордоном. Китай, єдиний з поміж усіх найбільших економік, формує поточний та фінансовий рахунок з істотним профіцитом, що також забезпечує найбільші відносні показники загального сальдо. Потрібно зазначити, що за критерієм мінливості показники Китаю поряд із показниками Японії є найбільш стабільними.

Завершимо оцінку рівноваги платіжних балансів дослідженням взаємозв'язків динаміки сальдо їх основних рахунків із динамікою основних макроекономічних показників: темпу приросту реального ВВП, рівня безробіття, індексу споживчих цін та темпу росту курсу національної валюти до СПЗ (таблиця 6.2).

Потрібно зазначити, що кошик валют за яким розраховується курс СПЗ переглядається МВФ кожні 5 років у відповідності до ролі валют у міжнародній торгівлі та міжнародних фінансових операціях (зокрема валютної структури резервів центральних банків). У 2001-2005 роках частка валют у кошику складала: USD (45 %), EUR (29 %), JPY (15 %), GBP (11 %). Протягом 2006-2010 років частка валют у кошику становила: USD (44 %), EUR (34 %), JPY (11 %), GBP (11 %). Таким чином, не заважаючи на значну питому вагу валют окремих країн, які включені нами до вибірки, можна зробити висновок щодо репрезентативності курсу СПЗ, як загальносвітового орієнтиру.

Таблиця 6.2
Взаємозв'язок макроекономічних показників найбільших країн світу з динамікою статей їх платіжних балансів

Країна	Періоди												Парні коефіцієнти співної кореляції з динамікою показн. платіжного балансу ¹		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	середнє	сальдо загал. сальдо	сальдо поточ. рах.	сальдо фінан. рах.
темпи приросту реального ВВП, %															
Країни															
Євросони	3,86	1,89	0,93	0,81	2,16	1,69	2,99	2,75	0,25	-4,20	1,80	0,36	-0,56	-0,26	0,15
Японія	2,83	0,16	0,26	1,46	2,72	1,93	2,03	2,30	-1,17	-6,31	4,11	0,94	0,18	0,57	-0,14
США	4,14	1,08	1,81	2,49	3,57	3,05	2,67	2,14	-0,34	3,49	3,03	1,83	-0,51	0,92	0,66
Китай	8,42	8,30	9,09	10,02	10,08	10,43	11,65	13,04	9,63	9,22	10,33	10,02	-0,34	0,30	0,34
Індія	4,35	5,81	3,84	8,52	7,47	9,49	9,71	9,22	6,72	8,39	8,39	7,45	-0,07	-0,47	0,35
Росія	10,46	5,09	4,74	8,15	7,15	6,39	7,68	8,06	5,25	-7,81	4,03	5,38	0,14	0,56	0,25
темпи приросту рівня безробіття, %															
Країни															
Євросони	-11,7	-4,2	3,4	6,6	0,6	-4,4	-7,9	-2,2	0,5	24,4	5,7	1,0	0,44	0,18	0,09
Японія	0,9	6,6	6,9	-2,2	-10,3	-6,2	-6,4	-7,3	-3,9	27,1	-0,4	1,1	-0,11	-0,40	0,24
США	-4,8	17,5	23,0	3,6	-7,6	-7,8	-9,5	0,1	25,1	60,4	3,8	9,4	0,41	-0,79	-0,64
Китай	0,0	16,1	11,1	7,5	-2,3	0,0	2,4	1,2	0,0	6,2	-4,0	2,8	0,65	-0,23	0,22
Росія	-17,7	-15,4	-12,1	4,4	-2,4	6,8	5,0	14,9	1,1	35,0	-10,6	-4,0	-0,24	-0,31	-0,29
індекс споживчих цін (температура приросту), %															
Країни															
Євросони	2,19	2,42	2,26	2,11	2,18	2,19	2,20	2,14	3,29	0,30	1,62	2,08	-0,55	-0,09	-0,57
Японія	-0,71	-0,76	-0,90	-0,25	-0,01	-0,27	0,24	0,06	1,37	-1,35	-0,72	-0,30	-0,02	-0,24	0,02
США	3,38	2,83	1,59	2,27	2,68	3,39	3,23	2,85	3,84	-0,36	1,64	2,48	0,32	0,46	0,70
Китай	0,26	0,72	-0,77	1,16	3,88	1,82	1,46	4,75	5,86	-0,70	3,31	1,98	-0,14	-0,02	0,19
Індія	4,01	3,68	4,39	3,81	3,77	4,25	5,80	6,37	8,35	10,88	11,99	6,12	-0,51	0,26	0,03
Росія	20,78	21,46	15,79	13,68	10,86	12,68	9,68	9,01	14,11	11,65	6,86	13,32	-0,51	-0,36	-0,34
темпи приросту курсу національної валюти до СІЗ, %															
Країни															
Євросони	2,2	2,1	-9,1	-9,2	-3,4	6,1	-5,8	-6,1	3,7	-1,8	5,5	-1,43	0,33	0,24	-0,36
Японія	6,7	10,6	-1,6	-2,4	1,6	4,3	6,1	0,7	-22,4	3,2	-13,1	-0,56	-0,13	-0,09	-0,21
США	-5,1	-3,1	-2,9	9,6	4,0	-7,7	4,9	5,3	-2,5	1,9	-1,9	1,21	-0,44	0,01	-0,02
Китай	-5,1	-3,5	8,2	9,3	4,5	-10,3	1,9	-1,8	-8,8	1,6	-4,7	-0,78	0,01	-0,02	-0,13
Індія	2,0	-0,6	7,8	3,8	-0,1	-4,8	3,3	-6,4	19,8	-1,9	-5,7	1,56	-0,12	0,42	-0,63
Росія	-1,0	3,2	14,1	1,3	-1,6	-4,5	-3,7	-2,1	16,7	4,8	-1,0	2,38	-0,36	-0,23	-0,30

¹Жирним шрифтом виділено коефіцієнти кореляції, що є значущими на рівні 0,05

Джерело: сформовано автором на основі офіційної статистики МВФ [291] та ООН [306]

Враховуючи показники, наведені у таблиці 6.2, можна зробити висновок, що найбільш наближеним до макроекономічної рівноваги були показники

Китаю: стабільно високі темпи економічного росту (кумулятивний приріст реального ВВП за 2000-2010 роки склав 110%) на фоні прийнятної динаміки безробіття та помірної інфляції (у середньому 2%), а також відсутності значних відхилень курсу юаня від динаміки курсу СПЗ.

Зазначимо, що наведені вище макроекономічні показники Китаю близькі до оптимальних. Наприклад, середньорічний приріст споживчих цін протягом досліджуваного періоду становив 1,98%. Як зазначалось у попередніх розділах дисертаційного дослідження, при впровадженні інфляційного таргетування у більшості випадків визначається цільовий (оптимальний) показник інфляції на рівні близькому до 2%. Таким чином, середньострокова інфляційна динаміка Китаю протягом 2000-2010 років є наближеною до оптимальної. Середній рівень безробіття протягом періоду дослідження коливався у межах від 3,1% до 4,3% і у середньому становив 4%. Даний рівень багатьма економістами визначається як «природний», який обумовлюється фрикційним та структурним безробіттям. Близькістю величини безробіття до природного рівня можна пояснити наявність прямого зв'язку між даним показником та загальним сальдо платіжного балансу. Тобто збільшення протягом 2000-2010 років позитивного сальдо платіжного балансу Китаю не спричинило зменшення безробіття. Таким чином, збільшення зайнятості населення у експортоорієнтованих галузях економіки переважно проходило за рахунок перерозподілу трудових ресурсів з інших секторів народного господарства Китаю. Даний процес скоріш за все проходив досить швидко зважаючи на величезну загальну кількість населення працездатного віку у Китаї та відносно низький рівень заробітної плати.

До групи країн із середнім рівнем наближеності до макроекономічної рівноваги можна віднести Індію, США та країни Євросони. У кожній із даних країн один або два із 4 макропоказників, що аналізувались нами, є проблемним. Наприклад, у Індії досить високим є рівень безробіття (у базі даних МВФ даний показник відсутній, однак із інших джерел відомо, що він перебуває на рівні 7%), а також спостерігається істотне зростання інфляції (протягом 2009-2010

років вона перевищувала 10%). У США та Єврозоні досить низькі темпи росту реального ВВП та порівняно високий рівень безробіття.

На нашу думку, Японію та Росію доцільно віднести до групи країн із значними відхиленнями від макроекономічної рівноваги. По-перше, дані країни продемонстрували найменші темпи росту реального ВВП серед розвинених країн та країн, що розвиваються відповідно. По-друге, у Росії спостерігається найвищий рівень безробіття та інфляції, а у Японії у більшості періодів спостерігалась дефляція, що є теж негативним для поступального економічного розвитку та формування макроекономічної рівноваги.

Потрібно зазначити, що наведені у таблиці 6.2 коефіцієнти кореляції дають можливість сформулювати лише попередні висновки щодо наявності чи відсутності зв'язку між окремими показниками платіжного балансу та макроекономічними індикаторами. Зокрема, на підставі їх аналізу можна зробити висновок щодо різного впливу зовнішньоекономічних відносин резидентів окремих країн на національні макроекономічні показники. Виділені жирним шрифтом коефіцієнти кореляції визначають статистично значущі взаємозв'язки, які доцільно, у подальшому вивчати більш глибоко із застосування економіко-математичного інструментарію. Подальші дослідження повинні проводитись на основі більшої деталізації даних для аналізу (із квартальною або місячною періодичністю) та розширення часових меж.

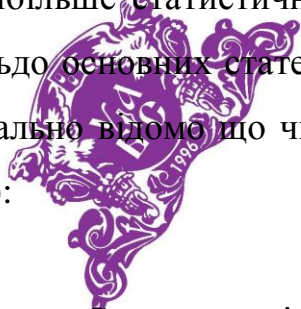
Однак, на основі аналізу статистично значущих показників можна зробити деякі попередні висновки щодо взаємозв'язків між параметрами які визначають макроекономічну рівновагу та показниками платіжного балансу. Найбільше статистично значущих зв'язків було виявлено між темпами росту сальдо основних статей платіжного балансу та темпами росту реального ВВП. Загально відомо що чистий експорт є складовою ВВП за видатками (формула 6.1):

$$GDP = C + I + G + NE \quad (6.1)$$

де С – споживчі витрати;

I – валові інвестиції;

G – державні витрати;



NE – чистий експорт.

У макроекономічних моделях в якості показника чистого експорту використовуються значення сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Таким чином, очевидний прями вплив (додатні коефіцієнти кореляції) на динаміку ВВП позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу та зворотній вплив – від'ємного сальдо.

Протягом 2000-2010 років з поміж країн які аналізувались Японія, Росія та Китай характеризувались стабільним додатнім сальдо поточного рахунку, а США – стабільним від'ємним сальдо. Як наслідок, визначено прями зв'язок середньої сили між динамікою поточних рахунків Росії і Японії з одного боку та динамікою економічного зростання у даних країнах з іншого боку (табл. 6.2). Між сальдо поточного рахунку та реальним ВВП Китаю спостерігається прями зв'язок однак він є набагато слабшим ніж для Росії та Японії і статистично не значущим. На нашу думку, дані результати пояснюються переважною залежністю економічного зростання у Росії та Японії від чистого експорту, тоді як економічне зростання Китаю у більшій мірі (це підтверджує порівняльний аналіз абсолютних значень коэф. кореляції з сальдо поточного та фінансового рахунку) залежить від притоку інвестицій.

Також визначено сильний прями взаємозв'язок між сальдо поточного рахунку та реальним ВВП США, а також прями взаємозв'язок середньої сили між сальдо фінансового рахунку та реальним ВВП даної країни. Порівняно висока сила встановлених взаємозв'язків пояснюється найбільшими відносними (серед розвинених країн) показниками сальдо основних рахунків платіжного балансу, які у середньому становлять біля 4,5% реального ВВП США.

На нашу думку, прями зв'язок між від'ємним сальдо поточного рахунку та реальним ВВП існує оскільки для економіки США набагато більшу роль, у порівнянні із притоком фінансових ресурсів внаслідок експорту, відіграє притік інвестицій. Трансформували формулу 6.1 ми отримаємо рівність (формула

6.2), яка відображає взаємозв'язок між національними заощадженнями, валовими інвестиціями та чистим експортом:

$$S - I = NE \quad (6.2)$$

де $S = GDP - C - G$ – національні заощадження;
 I – валові інвестиції;
 NE – чистий експорт.

Для економіки США збільшення від'ємної величини чистого експорту означає зростання перевищення закордонних інвестицій над національними заощадженнями. Більш детальний аналіз структури фінансового рахунку США, дає підстави зробити висновок що ключовим драйвером економічного зростання у США протягом 2001-2007 років був притік портфельних інвестицій.

Три статистично значущі зворотні зв'язки виявлено між рівнем безробіття та показниками платіжного балансу. Зв'язок між безробіттям та загальним сальдо платіжного балансу Китаю був розглянутий нами вище. Також для економіки США виявлено зворотні зв'язки безробіття з сальдо поточного рахунку та сальдо фінансового рахунку. Дані показники підтверджують сформульований вище висновок: притік інвестицій у економіку США істотно впливає на зменшення рівня безробіття та забезпечує економічне зростання. Зазначимо, що фінансові ресурси переважно залучаються за рахунок емісії державних боргових цінних паперів, що з одного боку дозволяє реалізовувати різноманітні державні програми для підтримки високої зайнятості та економічного зростання, а з іншого – спричиняє зростання інфляції.

Також виявлено три статистично значущі зв'язки між індексом споживчих цін та сальдо фінансового рахунку. Більш сильний прямий зв'язок визначено для економіки США та більший слабкий зворотній – для економіки країн зони євро. Отже, збільшення притоку фінансових ресурсів, у формі портфельних інвестицій, в економіку США призводить до зростання грошової маси. Як зазначалось вище, дана країна залучає переважно портфельні

інвестиції за допомогою емісії боргових цінних паперів. Як наслідок, збільшення обсягу грошової маси спричиняє тиск на цінову динаміку.

З іншого боку, сальдо фінансового рахунку країн зони євро мало як дефіцит так і профіцит протягом періоду аналізу (у середньому характеризувалось незначними від'ємними показниками). За статтями фінансового рахунку у значній мірі надходили кошти у формі прямих інвестицій. У структурі портфельних інвестицій досить високою була частка фінансових ресурсів залучених за допомогою емісії пайових цінних паперів. Збільшення від'ємного сальдо фінансового рахунку країн зони євро відображало нарощення залучення інвестицій у реальний сектор економіки, що спричиняло зростання виробництва. З іншого боку, зростання додатних показників фінансового рахунку відображало відтік ресурсів у інші країни, що спричиняло зменшення грошової маси. Таким чином, виявлені зворотні зв'язки між загальним сальдо і сальдо фінансового рахунку з одного боку та індексом споживчих цін з іншого, відображають зазначену вище тенденцію. Даний висновок відповідає основним положенням теорії монетаризму, зокрема, рівнянню обміну Фішера.

На нашу думку, зв'язок між сальдо фінансового рахунку та інфляцією відіграє не таку важливу роль у економіках інших країн, оскільки грошова маса, яка перерозподіляється на світових фінансових ринках, переважно деномінована у доларах США та євро. Таким чином, сальдо фінансового рахунку інших країн (крім США та країн зони євро) переважно впливатиме на динаміку валютного ринку та обмінний курс, а не на цінову динаміку.

Даний висновок підтверджується статично значущим зворотнім зв'язком між темпами росту національної валюти Індії (рупії) та темпами росту сальдо фінансового рахунку. Тобто девальвація рупії, яка спостерігалась у більшості періодів протягом 2001-2010 років, сприяла зменшенню темпів росту сальдо фінансового рахунку. Дана тенденція відповідає теоретичним положенням економічної теорії та відображає не схильність закордонних інвесторів вкладати фінансові ресурси у придбання активів виражених у валюті яка знецінюється. Зазначені операції, у порівнянні із вкладеннями у активи

деноміновані у стабільній вільноконвертованій валюті, призведуть до отримання фінансових втрат інвесторами. Відсутність статично значимих зв'язків між сальдо основних рахунків платіжних балансів і офіційними курсами національних валют Китаю та Росії, на нашу думку, переважно обумовлюється регулятивним впливом держави на валютний ринок в цілому та процес курсоутворення зокрема.

Не зважаючи на необхідність подальших досліджень, нами виявлено та теоретично обґрунтовано декілька зв'язків між показниками які характеризують рівновагу платіжного балансу та макроекономічну рівновагу. Причому кількість та сила даних зв'язків, на нашу думку, є характеристикою керованості та урівноваженості економіки в цілому. Тобто відсутності диспропорції, які викривляють теоретично обґрунтований спосіб функціонування ринкового механізму на макроекономічному рівні. Для економіки США виявлено п'ять зв'язків, для країн зони євро три зв'язки, а для усіх інших економік по одному. За даним критерієм платіжний баланс США можна визнати наближеним до рівноваги, а платіжний баланс країн зони євро – середньої урівноваженості. Таким чином, ми підтвердили сформульовану на початку даного підрозділу тезу щодо наявності безпосереднього взаємозв'язку між рівновагою платіжного балансу та макроекономічною рівновагою.

Таким чином, у даному підрозділі роботи нами запропоновано підхід до комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів держав на основі порівняльного аналізу чотирьох груп показників: 1) збалансованості сальдо поточного та фінансового рахунку, а також загального сальдо платіжного балансу; 2) рівня стабільності зазначених показників платіжного балансу; 3) оцінки прийнятності макроекономічних показників; 4) визначення взаємозв'язків між зовнішньою та макроекономічною рівновагою. За результатами апробації даного підходу проведено оцінку рівноваги платіжних балансів найбільших світових економік (таблиця 6.3).

Нами встановлено, що найбільш наближеними до рівноважних значень, є показники платіжного балансу Китаю. Платіжні баланси Індії, країн Євросони та США характеризуються середнім рівнем урівноваженості. У платіжному

балансі Японії, за критеріями що досліджувались, виявлено істотні проблеми, що наближають їх стан до нерівноважного. Платіжний баланс Росії перебуває у стані нерівноваги, так як його показники характеризуються значною розбалансованістю, низькою стабільністю та не сприяють досягненню макроекономічної рівноваги.

Таблиця 6.3

Результати оцінки рівноваги платіжних балансів найбільших країн світу

Країна	збалансованість показників платіжного балансу	стабільність показників платіжного балансу	прийнятність макроекономічних показників	зв'язок між макроекономічною та зовнішньою рівновагою	оцінка рівноваги платіжного балансу
Країни Євросони	висока	низька	середня	середній	середньої урівноваженості
Японія	середня	середня	низька	слабкий	наближений до нерівноваги
США	нижче за середню	середня	середня	сильний	середньої урівноваженості
Китай	низька	висока	висока	слабкий	наближений до рівноваги
Індія	середня	середня	середня	слабкий	середньої урівноваженості
Росія	низька	низька	низька	слабкий	у стані нерівноваги

Джерело: сформовано автором

Для країн з ринком що формується та країн які розвиваються (за класифікацією МВФ) більш прийнятним є формування не нульового, а додатного сальдо платіжного балансу. Притік іноземної валюти дозволить підтримувати макроекономічну рівновагу та акумулювати довгострокові фінансові ресурси для проведення структурних реформ. Даний висновок підтверджується досвідом Китаю, Індії та Росії, які починаючи із 2000 року забезпечують суттєве позитивне сальдо платіжного балансу та активно модернізують національні економіки.

Потрібно зазначити, що наведені у таблиці 6.3 результати оцінки характеризуються досить значним рівнем суб'єктивності. З іншого боку, будь-яка жорстка формалізація критеріїв оцінки рівноваги платіжних балансів буде необґрунтовано спрощувати економічну дійсність та нівелюватиме цінність отриманих результатів.

6.2 Оцінка рівноваги платіжного балансу України та обґрунтування ролі Національного банку у її забезпеченні

Використовуючи методичні підходи наведені у попередньому підрозділі роботи проведемо оцінку урівноваженості платіжного балансу України. Для цього необхідно визначити групу країн зі співставними макроекономічними показниками.

У п'ятому розділі дисертаційного дослідження нами проводився аналіз економічних циклів та антициклічної монетарної політики у найбільших країнах СНД: Білорусії, Росії, Україні та Казахстані. Масштаби (за виключенням Росії) та структура економік даних країн є найбільш порівнянними серед країн СНД. У 2003 році зазначені держави підписали угоду щодо створення Єдиного економічного простору. Хоча з часом Україна призупинила процес інтеграції у дане об'єднання, інші три держави у 2012 році планують повністю завершити його формування та почати реалізовувати на практиці напрацьовані документи. Крім того, дані держави 18 жовтня 2011 року підписали договір про зону вільної торгівлі у межах СНД і станом на серпень 2012 року Україна, Росія та Білорусія уже ратифікували його.

Наша гіпотеза щодо подібності зазначених вище економік та можливості їх порівняльного аналізу підтверджується роботами закордонних науковців. Наприклад, представники Центрального банку Фінляндії досліджували можливість формування валютного союзу на території Білорусії, Росії, України та Казахстану [353]. Подібні дослідження також проводили російські науковці [354; 355; 356]. Таким чином, до групи країн для порівняльного аналізу рівноваги платіжного балансу України нами були включені Білорусія та Казахстан. Платіжний баланс Росії досліджувався у попередньому підрозділі роботи разом із платіжними балансами найбільших країн світу.

На нашу думку, для забезпечення об'єктивності результатів аналізу до вибірки також необхідно включити східноєвропейські держави. Дані країни з

одного боку характеризуються територіальною близькістю до України та подібними етапами соціально-економічного розвитку протягом XX століття, а з іншого у XXI столітті стали членами Європейського Союзу. З поміж країн Східної Європи до вибірки включено Польщу та Румунію економічні системи яких приблизно відповідають економіці України за масштабами. Порівняльний аналіз країн, що включені до вибірки наведено у таблиці 6.4. Даний аналіз проводився за двома показниками: ВВП (вираженого у доларах США) на душу населення та чисельності населення. Якщо перший показник є однією із ключових характеристик економічного розвитку держави, то другий визначає масштаби соціально-економічної системи.

Таблиця 6.4

Основні показники соціально-економічного розвитку деяких країн
Східної Європи та Казахстану

Країна	Роки										Середнє	Коеф. росту 2010/2001
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
номінальний ВВП на душу населення, долари США												
Білорусія	1 234	1 465	1 797	2 344	3 075	3 781	4 654	6 276	5 113	5 702	3 544	4,62
Казахстан	1 487	1 653	2 061	2 867	3 765	5 290	6 775	8 524	7 279	9 167	4 887	6,16
Польща	4 976	5 184	5 676	6 621	7 963	8 949	11 132	13 852	11 256	12 263	8 787	2,46
Румунія	1 836	2 089	2 712	3 470	4 555	5 653	7 883	9 465	7 631	7 522	5 282	4,10
Україна	785	883	1 052	1 372	1 836	2 313	3 084	3 914	2 564	3 035	2 084	3,87
Середнє за групою	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4 917	4,24
чисельність населення, тис. чол.												
Білорусія	10 010	9 963	9 918	9 872	9 825	9 777	9 728	9 681	9 636	9 595	9 801	0,96
Казахстан	14 898	14 902	14 959	15 053	15 172	15 312	15 476	15 655	15 841	16 026	15 329	1,08
Польща	38 267	38 230	38 198	38 175	38 165	38 170	38 190	38 218	38 249	38 277	38 214	1,00
Румунія	22 100	22 011	21 925	21 845	21 772	21 705	21 645	21 590	21 537	21 486	21 762	0,97
Україна	48 448	48 032	47 643	47 275	46 924	46 592	46 282	45 992	45 715	45 448	46 835	0,94
Середнє за групою	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26 388	0,99

Джерело: сформовано автором на основі офіційної статистики МВФ [291] та ООН [306]

Як слідує із даних наведених у таблиці 6.4, у середньому за групою країн номінальний ВВП на душу населення становив майже 5 тис. дол. США. Досить близькими до середнього значення були показники Казахстану та Румунію. У Білорусії спостерігається дещо нижчий рівень економічного розвитку.

Показники Польщі були значно вищі за середні значення, а України – істотно нижчим. Не зважаючи на наявність суттєвих відмінностей у рівні економічного розвитку, вони є набагато меншими у порівнянні із середніми показниками для економічно розвинених країн та країн що розвиваються. Крім того, протягом останніх десяти років усі країни продемонстрували ріст ВВП на душу населення. Причому відхилення коефіцієнту росту даного показника для кожної країни від середнього значення за групою (4,24%) було не істотним.

Середня чисельність населення країн, що включені у вибірку становить близько 26 млн. чол. Істотно перевищували даний показник Україна та Польща. Досить подібною до середніх значень виявилась чисельність населення у Румунії. Істотно нижчим даний показник був у Казахстані та Білорусії. Не зважаючи на певні відмінності у чисельності населення більше ніж дворазове відхилення від середнього значення було характерним лише для Білорусії. Однак, динаміка чисельності населення виявилась подібною: у більшості країн спостерігалась тенденція до зменшення даного показника, збільшувалось населення лише у Казахстані. Таким чином, не зважаючи на певні відмінності, в цілому економіки даних держав є порівнянними, а їх макроекономічні показники можуть використовуватись для порівняльного аналізу рівноваги платіжних балансів.

Спочатку проведемо аналіз збалансованості та стабільності загального сальдо платіжних балансів держав включених до вибірки (рис. 6.5). Протягом 2000-2003 років дані показники істотно не відхилялись від рівноважного (нульового) значення. У 2004-2007 роках спостерігалась тенденція до посилення розбалансування загального сальдо переважно у бік формування профіциту. Дефіцит платіжного балансу спостерігався лише у Казахстані протягом 2005 та 2007 років. Порівняно збалансованим залишався лише платіжний баланс Білорусії.

Світова фінансова криза істотно вплинула на рівновагу платіжних балансів досліджуваних країн. За результатами 2008 року три з п'яти країн сформували від'ємне сальдо, у Румунії спостерігалось практично нульове сальдо, а

Казахстан завершив рік з профіцитом. Протягом посткризового періоду (2009-2011 рр.) лише Польщі вдалось забезпечити стабільно високий профіцит платіжного балансу. Платіжний баланс Казахстану також характеризувався профіцитом хоча його абсолютна величина була у 3-6 разів меншою ніж у Польщі. Динаміка платіжних балансів інших країн була нестабільною та у більшості періодів вони характеризувались дефіцитом. Зокрема в Україні, за результатами 2009 року сформувалось найбільше серед досліджуваних країн від'ємне сальдо у 11,7 млрд. доларів США.

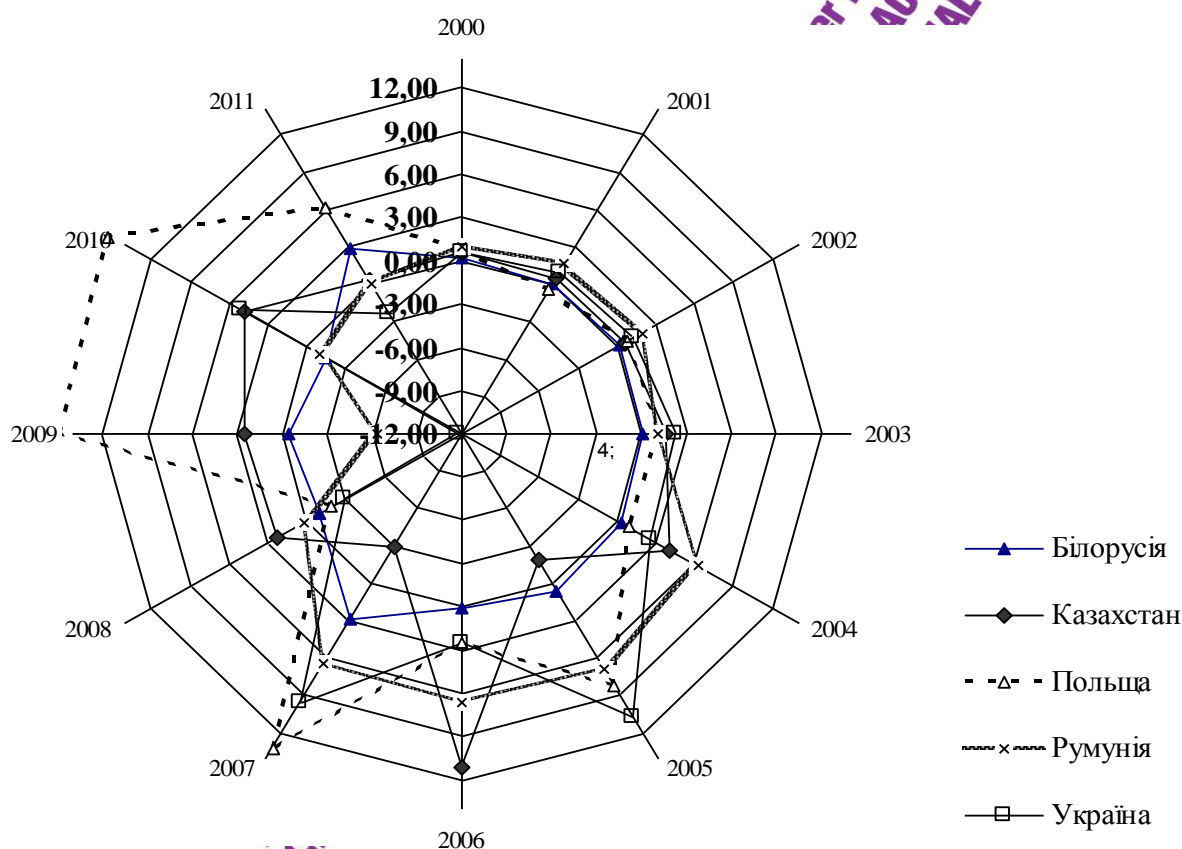


Рис. 6.5. Сальдо платіжних балансів деяких країн Східної Європи та Казахстану, млрд. дол. США (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

Далі проведемо аналіз збалансованості сальдо поточного та фінансового рахунків платіжних балансів включених до вибірки країн (рис. 6.6). Наведені на рисунку дані підтверджують сформульований вище висновок щодо відносної урівноваженості платіжних балансів протягом 2000-2003 років. У більшості країн від'ємне сальдо поточного рахунку покривалось додатнім сальдо фінансового. Лише в Україні спостерігалась зворотна ситуація: профіцит

платіжного балансу забезпечувався за рахунок перевищення надходжень за поточним рахунком над відтоком за кордон фінансових ресурсів.

У цілому подібне співвідношення між ключовими рахунками платіжного балансу спостерігалось також протягом наступних періодів. Однак, протягом передкризового періоду (2005-2007 роки) істотно зросли надходження за статтями фінансових рахунків усіх країн, що забезпечило їм істотний профіцит платіжного балансу. Як зазначалось у попередньому розділі даної роботи, протягом даного періоду формувались певні макроекономічні диспропорції та спостерігався «перегрів» економік що супроводжувався недооцінкою контрагентами ризиків та збільшенням обсягів фінансових (перш за все кредитних) операцій в іноземній валюті.

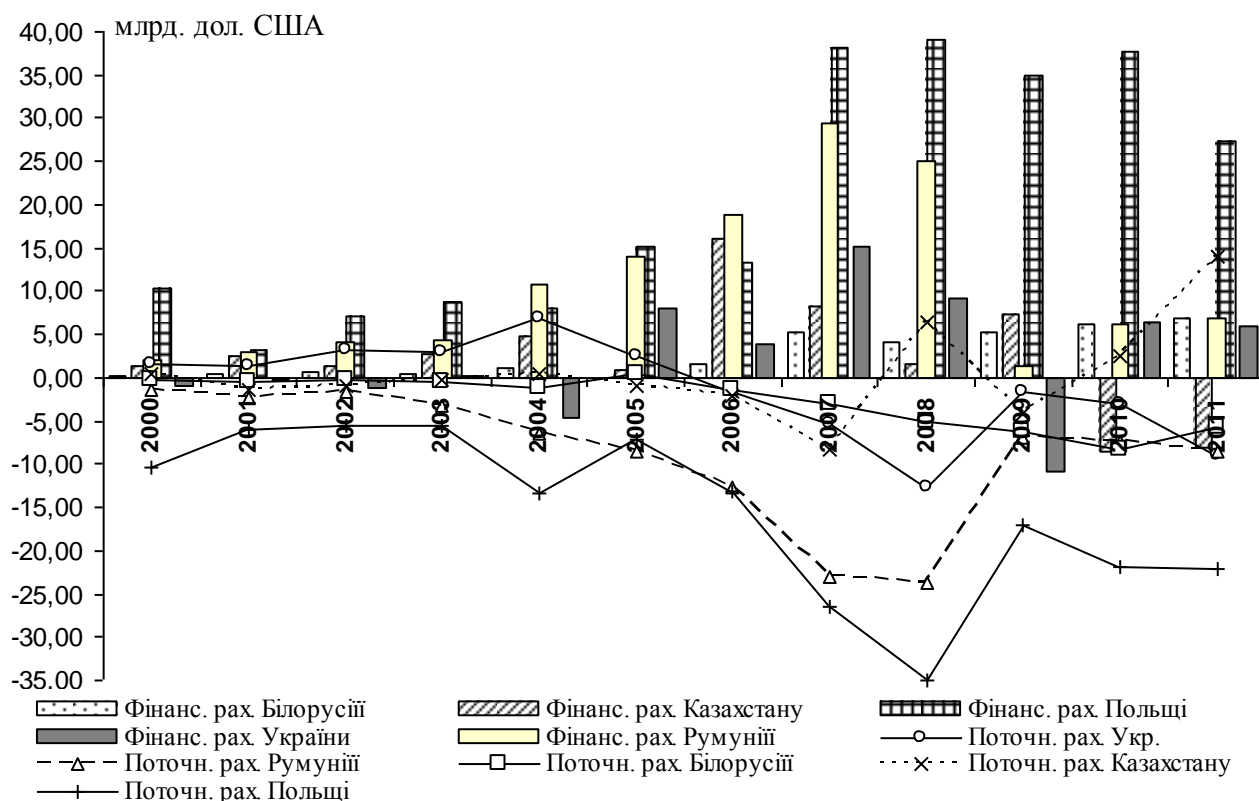


Рис. 6.6. Сальдо поточного та фінансового рахунків платіжного балансу деяких країн Східної Європи та Казахстану (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

У період загострення кризи (2008 рік) сальдо фінансового рахунку, переважно завдяки підтримці міжнародних фінансових організацій, залишалось додатнім. Як наслідок, вдалось віднайти певну компенсацію

різкому погіршенню сальдо поточного рахунку. Однак, перманентна нестабільність світових фінансових ринків протягом посткризового періоду обумовила істотне зменшення надходження коштів за статтями фінансового рахунку. Зниження надходження фінансових ресурсів в економіки досліджуваних країн переважно відбувалось на фоні значного дефіциту поточного рахунку, що спричинило формування від'ємного сальдо платіжного балансу протягом посткризового періоду. Виключеннями в економіки Польщі та Казахстану, першій вдалось підтримувати великі обсяги притоку ресурсів за статтями фінансового рахунку, що повністю компенсували погіршення платіжного балансу; а друга забезпечила профіцит за рахунок покращення сальдо поточного рахунку.

Завершимо дослідження рівня збалансованості та стабільності ключових показників платіжних балансів країн включених до вибірки, аналізом даних таблиці 6.5. Для забезпечення об'єктивності порівняльного аналізу, у таблиці наведено сальдо основних рахунків платіжного балансу у відношенні до реального ВВП. Також розраховано середні значення та коефіцієнти варіації даних показників.

Дослідивши наведені у таблиці 6.5 дані можемо зробити висновок, що у середньому платіжні баланси всіх країн протягом 2000-2010 років характеризувались профіцитом. Найбільший профіцит спостерігався у Казахстані (3,4% ВВП), а найменший – у Білорусії (0,4% ВВП). Зазначимо, що жодна із досліджуваних країн не мала стабільного додатного сальдо платіжного балансу. Практично в усіх країнах спостерігалось по два періоди із від'ємним сальдо платіжного балансу. Лише у Білорусії таких періодів було чотири. Потрібно зазначити, що із 12 періодів які характеризувались дефіцитом платіжного балансу 8 періодів припали на час загострення або подолання наслідків світової фінансової кризи. Найбільш стабільним було загальне сальдо платіжного балансу Польщі: коефіцієнт варіації становив 126%. Найвищою волатильністю характеризувалось сальдо платіжних балансів Білорусії та України, коефіцієнти варіації становили 679% та 308% відповідно.

Таблиця 6.5

Відношення показників платіжних балансів до ВВП, %

Сальдо рахунків платіжного балансу	Звітний період											Стандарт відхил.	середнє знач.	коэф. варіації
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010			
Білорусія														
Поточний рахунок	-1,61	-1,81	-1,43	-1,74	-4,31	1,46	-4,36	-8,43	-12,54	-15,51	-19,32	6,73	-6,33	106%
Фінансовий рахунок	0,66	1,50	3,24	1,74	4,17	-0,20	5,09	14,47	10,13	13,20	14,33	5,72	6,21	92%
Загальне сальдо	0,62	-0,05	0,78	0,24	1,01	1,72	0,06	7,59	-2,84	4,15	-3,36	2,85	0,42	679%
Казахстан														
Поточний рахунок	1,06	-3,51	-2,35	-0,57	0,65	-1,86	-3,17	-12,12	-8,93	-5,73	3,14	5,30	-1,41	376%
Фінансовий рахунок	3,76	6,59	3,13	5,83	9,03	1,58	25,60	12,00	2,28	10,28	-11,17	8,88	6,26	142%
Загальне сальдо	1,63	0,96	1,24	3,22	7,68	-3,40	17,53	4,41	3,09	3,43	6,15	5,89	3,37	174%
Польща														
Поточний рахунок	-3,96	-2,25	-2,07	-1,96	-4,52	-2,38	-4,08	-7,69	-9,65	-4,66	-5,71	2,46	-4,45	55%
Фінансовий рахунок	3,91	1,20	2,68	3,12	2,73	4,99	4,11	11,04	10,77	9,49	9,88	3,70	5,81	64%
Загальне сальдо	0,24	-0,16	0,24	0,43	0,27	-2,68	0,77	3,78	-0,54	4,01	3,95	1,79	1,43	126%
Румунія														
Поточний рахунок	-1,81	-2,81	-1,83	-3,77	-6,70	-8,69	-11,95	-20,29	-19,43	-6,10	-6,50	6,53	-8,17	80%
Фінансовий рахунок	2,80	3,70	4,89	5,01	11,30	14,21	17,67	25,96	20,50	1,25	5,44	8,26	10,25	81%
Загальне сальдо	1,21	1,93	2,15	1,15	6,50	6,87	6,17	5,52	0,13	-5,58	-0,87	3,79	2,29	165%
Україна														
Поточний рахунок	2,49	2,16	4,65	3,87	8,24	2,94	-1,75	-5,28	-12,50	-1,99	-3,33	5,71	-0,05	12505%
Фінансовий рахунок	-1,43	-0,40	-1,57	0,17	-5,39	9,44	4,25	15,16	8,97	-12,50	7,18	7,79	2,17	359%
Загальне сальдо	0,96	1,53	1,80	2,90	3,01	12,44	2,61	9,43	-2,97	-13,46	5,56	6,66	2,16	308%

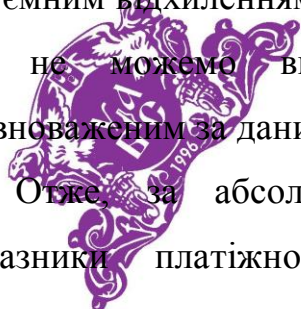
Сальдо поточного рахунку платіжного балансу кожної країни у середньому характеризувались дефіцитом. Однак, стабільно від'ємне сальдо даного рахунку були лише у Польщі та Румунії. Найбільше періодів додатного сальдо поточного рахунку спостерігалось в Україні та Казахстані. Найбільше абсолютне відхилення від рівноважного значення було характерним для поточного рахунку Румунії (-8,2% ВВП) та Білорусії (-6,3% ВВП).

Наближеними до нульового (рівноважного) значення були показники України та Казахстану. Однак, за рівнем волатильності спостерігається зворотна ситуація. Найменшою стабільністю характеризувався поточний рахунок України та Казахстану, а найбільшою – Польщі та Румунії.

На противагу поточному рахунку, сальдо фінансового рахунку платіжного балансу кожної країни у середньому характеризувались профіцитом. Стабільний профіцит даного показника був характерний практично для усіх країн. Лише фінансовий рахунок платіжного балансу України мав істотну мінливість: протягом п'яти періодів він був від'ємним, а протягом шести періодів – додатнім. Як наслідок, за рахунок взаємної компенсації, сальдо характеризувалось найменшим середнім відхиленням (2,2 % ВВП), однак мало найбільшу волатильність (359%). Найбільш урівноваженим за даними показниками виявився фінансовий рахунок Польщі: стабільне додатне сальдо (коефіцієнт варіації 64%), яке у середньому не перевищувало 5,8% реального ВВП.

Таким чином, можемо зробити висновок що за критерієм збалансованості (абсолютна величина відхилення середнього сальдо від нульового значення) формально найбільш урівноваженими були показники платіжного балансу України. З іншого боку, фактично наша держава характеризувалась одними з найбільших відхилень від рівноважного (нульового) значення, однак за рахунок різного знаку даних відхилень у середньому вони взаємно компенсувались. Наприклад, загальне сальдо платіжного балансу України характеризувалось найбільшим додатнім відхиленням (12,4% ВВП) у 2005 році та найбільшим від'ємним відхиленням (-13,5% ВВП) у 2008 році. Враховуючи зазначене вище, ми не можемо вважати національний платіжний баланс найбільш урівноваженим за даним критерієм.

Отже, за абсолютними відхиленнями найбільш урівноваженими є показники платіжного балансу Польщі. Середньою урівноваженістю характеризуються платіжні баланси Казахстану та Білорусії. Найбільш неурівноваженими були платіжні баланси України та Румунії.



За критерієм стабільності, який переважно оцінювався на основі величини коефіцієнту варіації, найбільш стабільними були показники Польщі та Румунії. Середньою стабільністю характеризувались основні рахунки платіжних балансів Білорусії та Казахстану. Найбільш волатильними виявились показники України: фактичні значення відхилялись від їх середнього рівня більше ніж у 3 рази.

Далі пропонуємо дослідити третій критерій комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів: рівень прийнятності макроекономічних показників. Для вирішення поставленого завдання пропонуємо проаналізувати динаміку чотирьох ключових макроекономічних показників: реальний ВВП, рівень безробіття, індекс споживчих цін та курс національних валют відносно долара США (табл. 6.6). Зазначимо, що у попередньому підрозділі роботи ми аналізували курс національних валют провідних країн відносно СПЗ оскільки до вибірки були включені економічно розвинені країни з найбільш стабільними та поширеними світовими валютами (долар США, євро, ієна). Інші країни, наприклад Росія, у своїй курсовій політиці орієнтуються на кошик валют (для Росії це бівалютний кошик до якого входить долар США та євро). У даному підрозділі роботи ми аналізуємо групу країн з ринком, що формується та середніми масштабами економіки. У процесі курсоутворення дані країни переважно орієнтуються на динаміку долара США.

Проаналізувавши наведені у таблиці 6.6 показники темпів приросту реального ВВП можна зробити висновок, що протягом досліджуваного періоду економіки усіх країн в цілому зростали. Найбільші темпи приросту реального ВВП спостерігались у Білорусії та Казахстані (7% та 8% відповідно). Інші країни характеризувались середньою динамікою економічного зростання на рівні 4%. Однак, для Польщі відносно низькі темпи приросту реального ВВП можна частково пояснити високою базою порівняння (табл. 6.4).

Найменший рівень безробіття та найбільші темпи його падіння були характерними для економіки Білорусії. Також високі та стабільні темпи падіння рівня безробіття спостерігались у Казахстані.

Таблиця 6.6
Взаємозв'язок макроекономічних показників з динамікою статей
платіжних балансів країн Східної Європи та Казахстану

країна	період													Парні коефіцієнти лінійної кореляції з динамікою показн. платіжного балансу ¹		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	середнє	сальдо загальн. сальдо	сальдо поточ. рах.	сальдо о фін. рах.
темپ приросту реального ВВП, %																
Білорусія	5,8	4,7	5,1	7,0	11,5	9,4	10,0	8,7	10,3	0,2	7,7	5,3	7,13	0,19	-0,10	-0,28
Казахстан	9,8	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,3	1,2	7,0	7,5	8,36	-0,12	-0,13	0,16
Польща	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,4	3,98	0,44	0,81	0,24
Румунія	0,0	5,6	5,0	5,3	8,5	4,1	7,9	6,3	7,4	6,6	5,7	2,5	3,68	0,81	0,68	0,02
Україна	5,9	9,2	5,3	9,5	12,1	3,0	7,4	7,6	2,3	-14,8	4,2	5,2	4,74	-0,34	0,31	-0,28
темپ приросту рівня безробіття, %																
Білорусія	-4,5	9,5	17,4	15,9	-19,2	-31,6	-16,8	-25,0	-10,2	-6,2	-8,8	-18,1	-8,12	-0,41	0,15	0,18
Казахстан	-5,2	-18,8	-10,6	-5,4	-4,5	-3,6	-4,0	-6,8	-8,6	-1,2	-11,8	-6,6	-7,24	-0,18	0,28	0,32
Польща	16,8	15,8	21,4	1,1	-2,1	-6,8	-11,0	-21,6	-22,6	11,7	10,3	2,5	1,30	-0,48	-0,53	-0,27
Румунія	-1,1	-19,8	11,0	-23,8	-10,9	-13,9	-5,7	-21,6	-7,7	58,0	21,0	-29,3	-3,64	-0,80	-0,78	-0,02
Україна	-1,4	-5,8	-12,9	-6,0	-5,0	-16,3	-4,9	-6,9	0,0	38,4	-8,3	-2,5	-2,62	0,23	-0,26	0,00
індекс споживчих цін (темپ приросту)%																
Білорусія	168,6	61,1	42,5	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	36,11	-0,32	0,15	0,31
Казахстан	13,2	8,4	5,8	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,2	7,3	7,1	8,4	8,96	-0,34	0,07	-0,06
Польща	10,1	5,5	1,9	0,8	3,6	2,0	1,1	2,4	4,4	3,8	2,7	4,2	3,55	-0,35	-0,20	-0,51
Румунія	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	7,9	5,6	6,1	5,8	14,63	0,25	0,18	-0,06
Україна	28,2	12,0	0,8	5,2	9,1	13,6	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	12,42	0,10	-0,01	0,04
темп приросту курсу національної валюти до долара США, %																
Білорусія	268,8	33,9	21,5	12,3	0,6	-0,8	-0,6	0,5	2,3	30,1	4,8	178,3	45,98	-0,18	0,01	0,16
Казахстан	4,6	3,9	2,9	-6,7	-9,9	3,1	-5,2	-5,3	0,4	22,9	-0,6	0,6	0,89	0,07	-0,23	-0,06
Польща	-0,2	-3,6	-3,8	-2,6	-20,1	9,0	-10,7	-16,2	21,3	-3,7	3,9	15,5	-0,93	0,07	-0,54	-0,23
Румунія	41,5	22,0	6,0	-2,7	-10,7	6,9	-17,4	-4,3	15,0	3,9	8,8	4,4	6,13	-0,08	-0,35	-0,04
Україна	4,0	-2,4	0,6	0,0	-0,4	-4,9	0,0	0,0	52,5	3,8	-0,4	0,4	4,43	-0,36	0,24	0,10

¹Жирним шрифтом виділено коефіцієнти кореляції, що є значущими на рівні 0,05

Джерело: сформовано автором на основі офіційної статистики МВФ [291] та ООН [306]

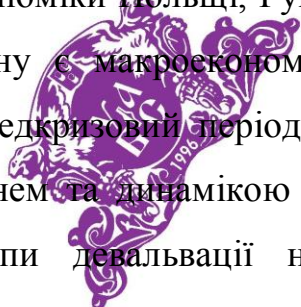
Рівень безробіття у Румунії та Україні протягом 2000-2007 років поступально знижувався, однак світова фінансова криза спричинила різке його зростання. Дана негативна тенденція була подолана лише у 2010-2011 роках. Безробіття було найбільшою проблемою для економіки Польщі. Протягом

2000-2011 років даний показник коливався у межах 10-20% та протягом більшості періодів дослідження зростав.

Аналіз інфляційної динаміки засвідчує найбільшу наближеність до макроекономічної рівноваги економіки Польщі: середній приріст індексу споживчих цін становив 3,5%. Даний рівень наближається до цільових (оптимальних) рівнів інфляції, які визначаються економічно розвиненими країнами. Також однозначними цифрами у середньому вимірювалась інфляція у Казахстані. Середні темпи інфляції спостерігались в Україні та Румунії, однак якщо для економіки останньої була характерна поступальна тенденція до зниження інфляції то в Україні даний показник демонстрував істотну волатильність.

Найвища динаміка споживчих цін спостерігалась у Білорусії (середній рівень інфляції становив 36%). Також національна валюта даної країни протягом досліджуваного періоду, зазнавала найбільшої девальвації: середньорічний показник становив 46% хоча в окремі періоди рівень девальвації був набагато вищим: за результатами 2011 року курс білоруського рубля відносно долара США девальфував майже у 3 рази. У Румунії та Україні спостерігались середні темпи девальвації національних валют. Найбільш стабільними були валюти Польщі та Казахстану. Польський злотий взагалі виявився єдиною валютою, з поміж досліджуваної групи країн, вартість якого відносно долара США протягом досліджуваного періоду переважно зростала.

Таким чином, найбільш наближеною до макроекономічної рівноваги є економіка Казахстану. Середнім рівнем урівноваженості характеризуються економіки Польщі, Румунії та України. Найбільш віддаленою від рівноважного стану є макроекономічна ситуація у Білорусії. Потрібно зазначити, що у передкризовий період економіка даної країни характеризувалась прийнятним рівнем та динамікою ключових макроекономічних показників. Однак, значні темпи девальвації національної валюти та істотне посилення інфляції паротягом посткризового періоду спричинили розбалансування основних макроекономічних параметрів.



Останнім критерієм комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів є взаємозв'язки між зовнішньою та макроекономічною рівновагою. Дані зв'язки нами аналізуватимуться на основі дослідження парних коефіцієнтів кореляції між макроекономічними параметрами та динамікою сальдо основних рахунків платіжного балансу. Як видно із таблиці 6.6, виявлено сім статично значущих зв'язків: чотири для економіки Румунії та три для економіки Польщі. Природа та економічний зміст даних зв'язків є досить подібним до зв'язків які були охарактеризовані у попередньому підрозділі роботи і не потребує подальшої деталізації. Таким чином, за кількістю та силою зв'язків між зовнішньою та макроекономічною рівновагою найбільш наближеними до рівноваги є платіжні баланси Румунії та Польщі.

Результати комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів країн з ринком що формується узагальнено у таблиці 6.7

Таблиця 6.7

Результати оцінки рівноваги платіжних балансів країн
Східної Європи та Казахстану

Країна	збалансованість показників платіжного балансу	стабільність показників платіжного балансу	прийнятність макроекономічних показників	зв'язок між макроекономічною та зовнішньою рівновагою	оцінка рівноваги платіжного балансу
Білорусія	середня	середня	низька	слабкий	наближений до нерівноваги
Казахстан	середня	середня	висока	слабкий	середньої урівноваженості
Польща	висока	висока	середня	сильний	наближений до рівноваги
Румунія	низька	висока	середня	сильний	середньої урівноваженості
Україна	низька	низька	середня	слабкий	у стані нерівноваги

Джерело сформовано автором

Нами встановлено, що найбільш наближеними до рівноважних є показники платіжного балансу Польщі. Платіжні баланси Казахстану та Румунії характеризуються середнім рівнем урівноваженості. Істотній рівень розбалансування макроекономічних показників Білорусії дає підстави для формулювання висновку щодо наближення її платіжного балансу до

нерівноважного стану. Платіжний баланс України характеризується значною розбалансованістю та низькою стабільністю основних рахунків, а також не достатньо сприяє економічному зростанню та збалансуванню макроекономічних параметрів. Таким чином, ми вважаємо за доцільне класифікувати його стан як нерівноважений.

Далі доцільно проаналізувати способи формування та підтримання рівноваги платіжного балансу України за допомогою складових механізму впливу банківської системи на рівноважні стани (рис. 2.2). Відповідно до схеми зображеної на даному рисунку на рівновагу платіжного балансу найбільш істотно впливає збалансування попиту і пропозиції на валютному ринку, а також інструменти грошово-кредитної та валютної політик НБУ. Порядок впливу зазначених інструментів Національного банку України на рівновагу платіжного балансу деталізовано на рисунках 2.4 та 2.5 відповідно.

У свою чергу, рівновага платіжного балансу безпосередньо пов'язана з рівновагою грошового ринку та макроекономічною рівновагою (рис. 2.2 та рис. 6.1). Взаємозв'язок стану платіжного балансу з макроекономічною рівновагою є предметом досліджень багатьох науковців [357, с. 249-261; 358]. Зокрема, даній проблемі присвячені ґрунтовні наукові роботи професора Шевчука [359; 360]. Оцінці впливу платіжного балансу на рівновагу грошового ринку, через дослідження взаємозв'язку показників платіжного балансу, валютного курсу та динаміки грошової маси, присвячена публікація вітчизняних науковців [361].

Як слідує з рисунків 2.4 та 2.5, наведених у другому розділі даного дисертаційного дослідження, вплив інструментів грошово-кредитної та валютної політик НБУ на рівновагу платіжного балансу та валютного сегменту грошового ринку здійснюється переважно через валютний курс. Тобто за допомогою своїх інструментів Національний банк України прямо чи опосередковано впливає на динаміку валютного курсу, яка, у свою чергу, визначає економічну поведінку суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. Останні безпосередньо впливають на збалансованість та стабільність показників платіжного балансу. Таким чином, оцінка НБУ економічної

обґрунтованості поточної динаміки валютного курсу визначатиме порядок застосування регулятором своїх інструментів для її коригування. Враховуючи зазначене вище, актуалізується завдання розробки методичних підходів до визначення орієнтирів формування валютного курсу.

Оцінці адекватності валютного курсу гривні, для забезпечення рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги, присвячена робота вітчизняних науковців [362]. Автори акцентують на неадекватності існуючих методичних підходів до визначення обґрунтованого рівня валютного курсу для слаборозвинених та перехідних економік. Вони пропонують власний підхід до вирішення даної проблеми сутність якого полягає у розрахунку реального валютного курсу для м'яких (нестабільних) валют (формула 6.3):

$$PEI_{(M)} = \frac{G_i - S_f}{V_e} \quad (6.3)$$

Де, G_i - пропозиція гривні для імпорту;
 S_f - фінансове сальдо без девізів (у гривнях);
 V_e - обсяг експорту (у доларах США).

Дослідники рекомендують НБУ використовувати курс, розрахований на основі формули 6.3, для оцінки адекватності своєї курсової політики. На нашу думку, недоліком даного підходу є надмірне спрощення економічної дійсності шляхом абсолютизації чинника співвідношення експорту та імпорту на фоні ігнорування інших суттєвих факторів курсоутворення, зокрема внутрішньої цінової динаміки та ринкових ставок.

Розробці показників, які б дозволяли адекватно оцінювати поточний рівень валютного курсу, присвячена стаття професора А.А. Задої [363]. Він пропонує розраховувати валютний індекс, як співвідношення ринкового валютного курсу та паритету купівельної спроможності. На думку автора, даний показник дозволить оцінити обґрунтованість поточного рівня валютного курсу та дозволить оцінити його вплив на зовнішньоекономічну діяльність. На нашу

думку, певна обмеженість даного підходу обумовлюється складністю та недостатньою обґрунтованістю концепції оцінки паритету купівельної спроможності для нестабільних валют слаборозвинених країн. У своєму дослідженні Юрій Курза та Федір Рогач [362] вказують на недоцільність використання даної концепції для країн з перехідною економікою, зокрема для України.

Особливості застосування різних режимів валютного курсу у країнах з ринком що формується також досліджуються у роботі закордонних науковців [364]. Вони приходять до висновку, що використання будь-якого режиму не призведе саме по собі до економічного зростання, однак можна вибрати режим який найбільше підходить для поточних макроекономічних умов.

Отже, пошук об'єктивних орієнтирів для реалізації валютно-курсової політики центрального банку є одним із ключових напрямків підвищення її ефективності. Нами запропоновано методичний підхід до визначення орієнтиру валютного курсу, що сприятиме урівноваженню показників платіжного балансу та сприятиме формуванню макроекономічної рівноваги.

Зазначений підхід ґрунтується на коригуванні показника реального ефективного обмінного курсу (далі РЕОК). Даний показник розраховується і публікується МВФ, а також національними державними органами. В Україні РЕОК розраховується Національним банком та Міністерством економіки. На офіційному сайті НБУ опубліковано «Основні методичні положення розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні» [365]. У даному документі наводиться методика розрахунку даного показника, ключовою у якій є формула 6.4:



$$REER = \prod_{i=1}^n (I_{ER_i} / d_{\pi_i})^{W_i} * 100\% \quad (6.4)$$

де, REER - реальний ефективний обмінний курс;

I_{ER_i} - індекс номінального курсу іноземної валюти i до гривні в поточному періоді по відношенню до базового;

d_{π_i} - співвідношення рівня інфляції в країні i – основному торговельному партнері та в Україні;

W_i - нормалізована питома вага країни i - основного торговельного партнера України в її загальному зовнішньоторговельному товарообороті.

Даний показник прямо пропорційний обмінному курсу та обернено пропорційний внутрішній інфляції. Виходячи із методики розрахунку можна зробити висновок, що РЕОК відображає зміну цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів відносно їх аналогів, що виробляються в країнах-основних торговельних партнерах України.

Зростання даного показника відображає тенденцію до девальвації національної валюти темпами, що перевищують внутрішню інфляційну динаміку. Отже, підвищення реального ефективного обмінного курсу свідчить про зростання цінової конкурентоспроможності вітчизняного експорту та покращення торгового балансу і поточного рахунку платіжного балансу. Зменшення даного показника, при інших рівних умовах, відобразатиме погіршення кон'юнктури для вітчизняного експорту на міжнародних ринках.

Однак, як показує дослідження Тараненка І.В. [366] протягом періодів загострення нестабільності на фінансових ринках та розбалансування макроекономічних показників (1997-1999 рр. та 2008 р.) прямий зв'язок між динамікою експорту та РЕОК змінюється на обернений. Автор приходять до висновку, що девальвація РЕОК не може слугувати індикатором підвищення цінової конкурентоспроможності національного експорту протягом кризових періодів, які характеризуються різким загальним зменшенням попиту на світових товарних ринках. Помірна девальвація реального ефективного обмінного курсу може забезпечити підвищення конкурентоспроможності національного експорту лише за умови внутрішньої та зовнішньої макроекономічної стабільності, а також прийнятної якості продукції. На думку дослідника, важливою є не лише спрямованість динаміки (девальвація / ревальвація) РЕОК, а також забезпечення його стабільності.

На нашу думку, методика розрахунку РЕОК потребує уточнення: необхідно аналізувати не лише торговий товарооборот між країнами який визначає рівновагу поточного рахунку платіжного балансу, а також враховувати міжнародні грошові потоки що формують сальдо фінансового рахунку. Для вирішення даного завдання методика розрахунку реального ефективного обмінного курсу доцільно доповнити оцінкою цінової конкурентоспроможності національних фінансових ринків. Ми пропонуємо розраховувати рівноважний реальний ефективний обмінний курс (РІВРЕОК) використовуючи формулу 6.5:

$$REER_{equilibrium} = \prod_{i=1}^n (I_{ER_i} / d_{\pi_i})^{W_i} + (I_{MMR} - CPI) \quad (6.5)$$

де, $REER_{equilibrium}$ - рівноважний реальний ефективний обмінний курс;

I_{MMR} - коефіцієнт росту ставки грошового ринку;

CPI – індекс споживчих цін (коефіцієнт росту).

Термін «рівноважний реальний ефективний обмінний курс» використано для того, щоб на етимологічному рівні відобразити призначення даного показника відображати динаміку валютного курсу яка сприятиме урівноваженню як поточного, так і фінансового рахунків платіжного балансу. Як засвідчують наведені у даному розділі результати аналізу платіжних балансів економічно розвинених країн та країн що розвиваються, урівноваження ключових рахунків сприятиме забезпеченню загальної рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги.

Як видно із формули 6.5, рівноважний реальний ефективний обмінний курс розраховується шляхом додавання до РЕОК (наведеного у коефіцієнтах росту) показника цінової конкурентоспроможності національних фінансових ринків (або інструментів) $(I_{MMR} - CPI)$. Даний показник відображає рівень перевищення росту ставок грошового ринку над зростанням споживчих цін. За економічним змістом він є наближеним до показників реальних процентних

ставок. Тобто його позитивне значення відображає підвищення цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів національного грошового ринку, що повинно сприяти притоку ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Як наслідок, допустимою є певна девальвація курсу національної валюти у межах збільшення показника РІВРЕОК. Потрібно підкреслити, що девальвація є «допустимою», а не «обов'язковою» оскільки даний показник не дозволяє врахувати усі фактори які впливають на процес курсоутворення і дає лише приблизне значення меж (девальвації / ревальвації) курсу національної валюти виходячи із необхідності забезпечення рівноваги платіжного балансу та макроекономічної рівноваги.

Негативне значення показника $(I_{MMR} - CPI)$ відображає зниження цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів національного грошового ринку внаслідок зменшення їх реальної дохідності. Як наслідок, ймовірним є відтік грошових ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Від'ємне значення показника $(I_{MMR} - CPI)$ спричинятиме зменшення РІВРЕОК (формула 6.5). Тобто втрата цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів повинна компенсуватись ревальвацією (або зменшенням темпів девальвації) курсу національної валюти, що повинно підтримати зацікавленість закордонних інвесторів у вкладенні фінансових ресурсів в національні активи.

Методика розрахунку показника цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів переважно зорієнтована на оцінку параметрів фінансового, а не реального секторів економіки. Таким чином, можна зробити хибне припущення, що даний показник визначає лише динаміку зовнішніх інвестицій які залучаються фінансовими посередниками (переш за все банками). Однак, Урядом або підприємствами реального сектору економіки інвестиції залучаються за допомогою боргових або пайових фінансових інструментів. При визначенні їх ціни враховується динаміка ставок національного грошового ринку та інфляційна динаміка. У свою чергу ціна є

основним фактором формування попиту та пропозиції на будь-якому ринку, зокрема у сфері міжнародних фінансових відносин. Ставки грошового ринку та показники інфляції безпосередньо впливають на оцінку будь-якими закордонними інвесторами привабливості вкладання фінансових ресурсів у національну економіку. Отже, показник цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів істотно впливає на динаміку усіх видів фінансових інвестицій.

Індекс рівноважного реального ефективного обмінного курсу доцільно використовувати для оцінки обґрунтованості номінального валютного курсу шляхом порівняльного аналізу їх динаміки. Зазначимо, що даний індекс не може бути єдиним орієнтиром для порівняльного аналізу. Його доцільно використовувати поряд із іншими показниками оцінки обґрунтованості валютного курсу, які розглядалися вище. Крім того, важливо також аналізувати рівень стабільності індексу РІВРЕОК, істотне та різке відхилення поточних значень даного показника від їх середнього рівня може вказувати на формування макроекономічних дисбалансів та збільшення ймовірності настання фінансової (зокрема валютної) кризи.

Міжнародним валютним фондом був розроблений індикатор валютної кризи який можна представити у вигляді формули 6.6 [367]:

$$EMP = w_{RER} \left(\frac{RER_t - RER_{t-1}}{RER_{t-1}} \right) + w_r (r_t - r_{t-1}) - w_{res} \left(\frac{res_t - res_{t-1}}{res_{t-1}} \right) \quad (6.6)$$

де EMP – значення індексу валютного тиску;

RER – коливання ефективного валютного курсу;

r – коливання процентної ставки;

res – коливання валютних резервів;

w – питома вага впливу кожного з факторів на коливання валютного курсу.

Як слідує з даної формули, індекс валютного тиску розраховується шляхом врахування динаміки трьох факторів: темпу приросту ефективного валютного курсу, абсолютного росту процентних ставок та темпу приросту валютних резервів. Настанням кризи вважається відхилення індексу більше ніж на два

стандартні відхилення від свого середнього значення [368]. Таким чином, два із трьох факторів, які враховуються при оцінці індексу валютного тиску, використовуються при визначенні індексу РІВРЕОК. Отже, можемо зробити висновок що рівень волатильності останнього може також слугувати індикатором валютної (фінансової) кризи.

Зазначимо, що на необхідність врахування динаміки процентних ставок при визначенні валютного курсу вказувало багато вчених. Наприклад, у роботі Юрія Курзи та Федора Рогача [362] серед теорій, які пояснюють порядок формування валютного курсу, вказується теорія процентних ставок. Її представники [369; 370] вважають, що номінальний валютний курс змінюється переважно внаслідок впливу міжнародних фінансових потоків. Останні, у свою чергу, безпосередньо залежать від рівня процентних ставок. Вітчизняні дослідники [373], аналізуючи фактори утворення валютного курсу держави, зазначають що підвищення ринкових процентних ставок покращує умови залучення іноземного капіталу та сприяє підвищенню валютного курсу, а зниження призводить до відтоку іноземних інвестицій та спричиняє девальвацію національної валюти.

Зв'язок реальної валютної ставки та валютного курсу також вивчається у роботах закордонних науковців. Наприклад, у роботі аргентинських вчених [374] досліджується вплив режимів обмінного курсу на інфляцію, номінальне зростання грошової маси та реальні процентні ставки. Автори не вивчали вплив реальних процентних ставок на номінальний валютний курсу, а лише оцінювали їх взаємозв'язок з режимами валютних курсів у різних країнах світу. Однак, сам факт включення реальних процентних ставок до переліку ключових макроекономічних параметрів що визначають курсову динаміку опосередковано підтверджує адекватність запропонованого нами підходу до уточнення розрахунку РЕОК. Взаємозв'язок реальних процентних ставок та валютних курсів вивчався також у роботі американських вчених. Вони проводили своє дослідження на прикладі розвинених економік: США, Германії, Японії та Великобританії.

Зв'язок реальних процентних ставок та валютних курсів також вивчався представниками Федеральної резервної системи США [375]. Дане дослідження проводилось шляхом аналізу показників протягом 1974–1990, тобто починаючи із реформування валютних відносин при впровадженні Ямайської валютної системи плаваючих курсів. Динамічні моделі, які застосовувались авторами, вказують на можливу наявність довгостроковою зв'язку між реальними процентними ставками та валютними курсами. На наявність зв'язку між зазначеними показниками вказують також результати отримані Marianne Baxter (Маріан Бакстер) [376]. На відміну від інших економетричних досліджень, автор враховувала наявність тренду та циклічної складової у часових рядах даних, що дало можливість підтвердити наявність сильних взаємозв'язків між зазначеними макроекономічними параметрами. Таким чином, врахування реальних процентних ставок при оцінці динаміки номінального валютного курсу є теоретично обґрунтованим.

Підтвердимо практичну цінність запропонованої вище методики розрахунку рівноважного реального ефективного обмінного курсу шляхом її апробації на економіках країн з ринком, що формується. До вибірки включені країни платіжні баланси яких досліджувались у даному розділі роботи. Крім того, висувалась вимога щодо наявності у базі офіційної статистики МВФ [291] інформації щодо ставок грошового ринку, індексу споживчих цін та показника РЕОК. Розрахунки проводились шляхом коригування РЕОК (розрахованого через індекс споживчих цін та виражено у коефіцієнтах росту) на показник цінової конкурентоспроможності фінансових інструментів (формула 6.5).

На рисунку 6.7 наведено динаміку РІВРЕОК за період з 2001 по 2011 роки. Середні значення даного показника коливались у межах від 0,73 до 1,26 (табл. 6.8). Таким чином, у більшості періодів динаміка РІВРЕОК свідчила про доцільність помірної ревальвації національних валют: Росії та Польщі у межах 10%, а у Румунії до 27%. Зазначимо, що наведені показники розраховані на основі річних даних, які можуть використовуватись для оцінки середньо та довгострокових тенденцій курсоутворення. Для поточного регулювання

валютного курсу НБУ доцільно розраховувати декадні або щомісячні показники.

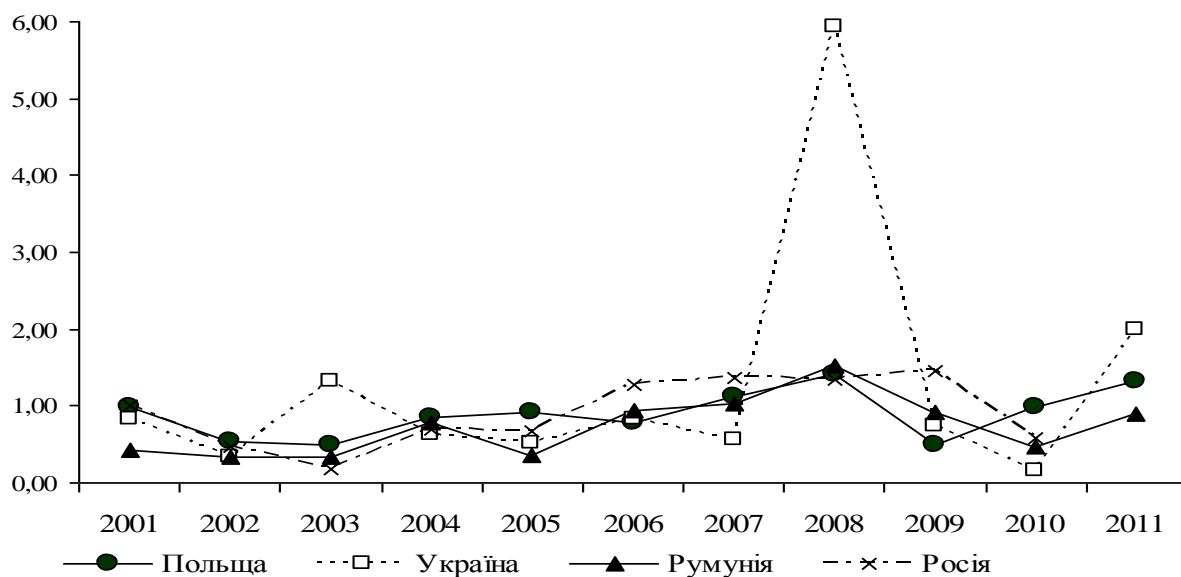


Рис. 6.7. Динаміка рівноважного реального ефективного обмінного курсу (авторські розрахунки)

Виключенням є показники України, середні значення яких (1,26) формально свідчать про доцільність девальвації гривні. Однак, дане середнє значення отримане за рахунок екстремального РІВРЕОК України (5,94) для 2008 року, що обумовлено шестикратним зростанням ставок грошового ринку у період загострення світової фінансової кризи.

На нашу думку, дана динаміка ставок грошового ринку України у період розвитку кризових явищ є аномальною та свідчить про його незрілість. Виключення показника 2008 року дає більш порівнянні та економічно обґрунтовані результати (табл. 6.8). Таким чином, середнє значення РІВРЕОК для України, як і для інших країн, свідчить про наявність протягом 2001-2011 довгострокового економічно обґрунтованого тренду до укріплення гривні у межах 21%.

Зазначимо що в Україні показник РІВРЕОК (навіть після виключення екстремального значення 2008 року) характеризувався найбільшою волатильністю та найбільшим кумулятивним відхиленням (за модулем) від відповідних значень офіційного курсу. З іншого боку, Польща характеризується

найбільшою стабільністю рівноважного реального ефективного обмінного курсу та найменшим його відхиленням від офіційного курсу національної валюти. Підкреслимо, що за результатами аналізу, наведеного на початку даного підрозділу, платіжний баланс Польщі є найбільш урівноваженим, а платіжний баланс України – найменш. Таким чином, ми підтвердили можливість використання індексу РІВРЕОК як орієнтиру валютного курсу, що сприятиме урівноваженню платіжного балансу та забезпечуватиме збалансування макроекономічних параметрів.

Таблиця 6.8

Статистичні характеристики рівноважного реального ефективного обмінного курсу

Країна	кореляція курсу національної валюти		характеристики РІВРЕОК			
	з РЕОК	з РІВРЕОК	стандартне відхилення	середнє значення	коєф. варіації	кумулятивне відхилення (за модулем) від офіційного курсу
Польща	0,56	0,52	0,31	0,90	35%	2,41
Румунія	-0,10	-0,11	0,38	0,73	52%	3,52
Україна	0,67	0,95	1,63	1,26	130%	9,64
Україна (без показника 2008р.)	-	-	0,52	0,79	66%	4,85
Росія	0,48	0,22	0,44	0,90	49%	3,23

Джерело: розраховано автором на основі офіційної статистики МВФ [291]

Між показниками РІВРЕОК (рис. 6.7) та динамікою офіційного курсу (рис. 6.8) у більшості періодів візуально можна простежити пряму залежність. Даний висновок підтверджується показниками кореляції наведеними у таблиці 6.8. Причому для України даний зв'язок істотно посилюється у порівнянні зі зв'язком офіційного курсу з РЕОК.

Таким чином, можемо зробити висновок щодо обґрунтованості запропонованої методики розрахунку РІВРЕОК. Однак, методичні підходи до розрахунку даного показника необхідно удосконалювати шляхом дослідження можливості застосування різних індикаторів грошового ринку репрезентативність яких може істотно коліватися у розрізі країн. Також

доцільно провести розрахунок квартальних (місячних) показників РІВРЕОК, а також визначити способи згладжування його значень для періодів фінансової нестабільності.

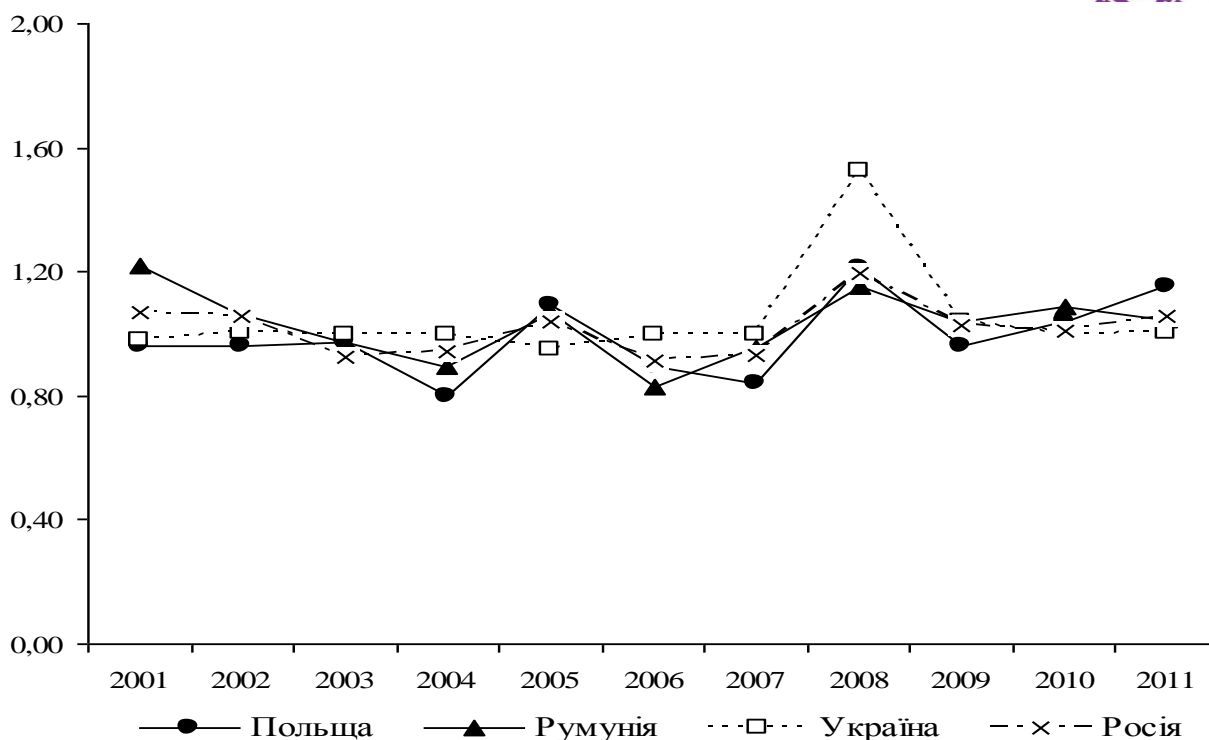


Рис. 6.8. Динаміка офіційного обмінного курсу національних валют до долара США (сформовано автором на основі даних МВФ [291])

Враховуючи спрямованість даного дисертаційного дослідження, основним напрямком застосування РІВРЕОК ми вважаємо його врахування Національним банком України, при застосуванні інструментів валютної та грошово-кредитної політики, з метою коригування динаміки офіційного валютного курсу гривні. Зазначимо, що валютна та грошово-кредитна політики НБУ нами віднесені до базових елементів механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці з високою можливістю їх формалізації. Як зазначалось вище, вплив інструментів грошово-кредитної та валютної політики НБУ на рівновагу платіжного балансу та валютного сегменту грошового ринку здійснюється переважно через валютний курс (рис. 2.4 та 2.5). Таким чином, доцільність, спосіб та ефективність використання НБУ розглянутих у другому розділі дисертаційного дослідження інструментів валютної та грошово-кредитної

політик у значній мірі визначатиметься обґрунтованістю цільових орієнтирів валютного курсу. На нашу думку, РІВРЕОК може бути одним із індикаторів економічно обґрунтованого орієнтиру валютного курсу, який враховуватиме цінову конкурентоспроможність як товарів, так і фінансових інструментів. У свою чергу цінова конкурентоспроможність фінансових інструментів визначає передумови залучення у національну економіку зовнішніх інвестицій. Як засвідчують результати аналізу наведені у даному розділі (таблиця 6.2 та формула 6.2), закордонні інвестиції істотно впливають на економічне зростання та збалансованість макроекономічних показників.

Використання монетарного правила, обґрунтованого у четвертому розділі дисертаційного дослідження; а також застосуванням антициклічної монетарної політики, елементи якої розглянути у п'ятому розділі; сприяють досягненню рівноваги грошового ринку та макроекономічної рівноваги. Ефективне використання як монетарного правила, так і антициклічної політики можливе лише за умови відмови від жорсткої прив'язки національної валюти до долара США. На необхідності збільшення гнучкості курсу гривні також неодноразово наголошували останнім часом представники державних органів влади та наукової спільноти. Зокрема, у щорічному посланні Віктора Януковича до парламенту говорилося про доцільність відмови від застосування штучної прив'язки національної валюти до долара США. Президент вважає, що необхідно переходити до формування гнучкої динаміки валютного курсу в межах валютного коридору. Причому доцільно поступово розширювати коридор гнучкості гривні на основі формалізації правил такого розширення.

Однак, як свідчать результати аналізу наведені у четвертому розділі роботи, протягом посткризового періоду курс національної валюти продовжує перебувати під істотним адміністративним впливом. Певній лібералізації режиму курсоутворення може сприяти об'єктивне визначення орієнтирів валютного курсу та оцінка адекватності його поточної динаміки. Дане завдання, на нашу думку, повинно вирішуватись із врахуванням обґрунтованого вище індексу РІВРЕОК. Таким чином, використання Національним банком індексу

РІВРЕОК у процесі визначення оптимальної динаміки валютного курсу сприятиме урівноваженню платіжного балансу та формуванню макроекономічної рівноваги.

6.3 Розвиток інструментарію аналізу валютно-курсової політики центральних банків

На основі матеріалу викладеного у попередньому підрозділі дисертаційного дослідження нами зроблено висновок щодо відсутності показників, які дозволяли б проаналізувати взаємозв'язок між параметрами фінансового ринку, на які може впливати центральний банк, та статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Ґрунтуючись на роботах Д. Франкеля (J. Frankel) [369], Р. Міс та К. Рогоф (R. Meese and K. Rogoff) [370], Х. Едісон та Б. Паульс (H. Edison and B. Pauls) [375], М. Бакстер (M. Baxter) [376] у яких досліджується зв'язок між обмінним курсом та процентними ставками, а також на теорії про «паритет реальних процентних ставок» [377], нами зроблено висновок щодо можливості розрахунку нового індексу валютного курсу, який ґрунтуватиметься на оцінці відносної динаміки реальних процентних ставок у середині окремої держави та у країнах-основних інвесторах. Даний показник може використовуватись центральними банками у процесі аналізу впливу інструментів монетарної політики на рівновагу фінансового рахунку платіжного балансу та для оцінки об'єктивності динаміки валютного курсу.

У попередньому підрозділі наведено спрощений підхід до коригування РЕОК на динаміку реальних процентних ставок. У даному підрозділі наведено більш науково обґрунтований спосіб вирішення даного завдання. В основу розрахунку запропонованого показника покладено методичні підходи до розрахунку Національним банком України реального ефективного обмінного курсу [365], які досить детально були нами розглянуті у попередньому

підрозділі роботи. Найбільшими змінами у нашій методиці, у порівнянні з методикою НБУ є: 1) врахування відносної динаміки реальних процентних ставок замість відносної динаміки інфляції, 2) розрахунок індексу за основними країнами-інвесторами замість основних країн-торговельних партнерів, 3) даний індекс призначений для оцінки фінансового, а не поточного, рахунку платіжного балансу (формула 6.7).

$$FEER = \prod_{k=1}^m (I_{ERk}^{ind} / d_{RIRk})^{WI_k} \quad (6.7)$$

де, $FEER$ - фінансовий ефективний обмінний курс (ФЕОК);

I_{ERk}^{ind} - індекс номінального курсу гривні до іноземної валюти k в поточному періоді по відношенню до базового;

d_{RIRk} - співвідношення коефіцієнту росту реальної ставки в Україні до коефіцієнту росту реальної ставки в країні k - основному інвесторі в Україну;

WI_k - нормалізована питома вага країни k - основного інвестора в Україну в загальному обсязі прямих іноземних інвестицій.

Враховуючи той факт, що розрахунок даного показника ґрунтується на методиці визначення РЕОК ми пропонуємо його називати індексом «фінансового ефективного обмінного курсу (ФЕОК)». Крім того, дана назва відображатиме спрямування даного показника: аналіз та прогнозування динаміки окремих статей та загального сальдо фінансового рахунку платіжного балансу. Збільшення значення даного індексу відображає підвищення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових інструментів у порівнянні з фінансовими інструментами основних країн-інвесторів та сприяє збільшенню притоку ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Зазначимо, що термін «фінансовий обмінний курс» уже використовувався закордонними науковцями, які досліджували напрямки модифікації методики розрахунку реального обмінного курсу для дослідження фінансових наслідків коливань валютних курсів [378].

Науковцями розроблено різні способи розрахунку РЕОК [379; 380], однак у більшості випадків для розрахунку даного показника використовується середнє геометричне зважування. Таким чином, ми також застосовуватимемо даний спосіб зважування використовуючи у якості ваги нормалізовану частку основних країн-інвесторів у структурі загальних прямих інвестицій. Для визначення нормалізованих вагових значень ми пропонуємо використовувати підхід подібний до того, що застосовується Національним банком України при розрахунку РЕОК [365]. Для визначення нормалізованої питомої ваги країни k - основного інвестора в Україну в загальному обсязі прямих іноземних інвестицій у нашу державу використаємо формулу 6.8:

$$WI_k = \frac{DI_k}{\sum_{k=1}^m DI_k} \quad (6.8)$$

де, DI_k - обсяг прямих інвестицій з країни k в Україну.

Для розрахунку нормалізованої питомої ваги враховувались обсяги прямих інвестицій з країн, частка яких у сукупному обсязі інвестиції за відповідний період (рік) становить більше 4%. Ми пропонуємо використовувати прямі інвестиції, оскільки дана стаття є важливою як за її питомою вагою у структурі фінансового рахунку, так і за стратегічним значенням даних грошових коштів для економічного зростання. Крім того, прямі інвестиції, порівняно з портфельними, характеризуються меншою волатильністю, а географічна структура інвесторів є публічною. Однак, підходи до формування вибірки країн можуть змінюватись залежно від перегляду цілей аналізу.

Для розрахунків використовувались дані, що публікуються на офіційному сайті Державної служби статистики України [381] та у виданні «Платіжний баланс» [382, с. 60]. У таблиці 6.9 наведено абсолютні обсяги прямих інвестицій, які надійшли з основних країн-інвесторів, а також зазначено їх нормалізовані частки.

Основні країни-інвестори в економіку України

Країна	2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка	Сума, млн. дол. США	Час- тка
Німеччина	5506	50%	5621	44%	5918	38%	6394	36%	6613	33%	7077	31%	7386	31%
Австрія	1424	13%	1601	13%	2075	13%	2446	14%	2604	13%	2658	12%	3423	14%
Велика Британія	1155	11%	1557	12%	1969	13%	2274	13%	2376	12%	2299	10%	2508	10%
Нідерланди	722	7%	1493	12%	2511	16%	3181	18%	4002	20%	4708	21%	4823	20%
Сполучені Штати Америки	1374	13%	1418	11%	1437	9%	1472	8%	-	-	-	-	-	-
Російська Федерація	800	7%	981	8%	1462	10%	1852	11%	2675	13%	3403	15%	3595	15%
Франція	-	-	-	-	-	-	-	-	1640	8%	2367	11%	2231	9%
Всього за осн. країнами- інвесторами	10980	100%	12671	100%	15372	100%	17617	100%	19910	100%	22512	100%	23966	100%
Всього прямих інвестицій	16375		21186		29489		35723		40027		44708		49362	
Всього прямих інвестицій (без офшорів)	14125		17366		22502		26724		30063		33333		35110	
Частка осн. країн- інвесторів у прямих інвестиціях		67%		60%		52%		49%		50%		50%		49%
Частка осн. країн- інвесторів у прямих інвестиціях. (без офшорів)		78%		73%		68%		66%		66%		68%		68%

Як видно з таблиці 6.9, для 2005-2008 років даний показник розраховувався на основі наступних 6 найбільших країн-інвесторів: Німеччина, Австрія, Нідерланди, Російська Федерація, Великобританія та Сполучені Штати Америки. Протягом зазначеного періоду частка США у структурі прямих інвестицій в Україну постійно зменшувалась, що призвело до виключення, починаючи з 2009 року, даної країни з переліку основних країн-інвесторів. Замість США до даного переліку була включена Франція, частка прямих інвестицій з даної країни протягом 2009-2011 років постійно перевищувала визначений нами граничний показник. Частка основних країн-інвесторів, що включені нами у вибірку у загальному обсязі прямих інвестицій, у більшості періодів, становила біля 50%. А частка даних країн у прямих інвестиціях за

мінусом обсягів надходжень з офшорних зон (Кіпр та Віргінські Острови) складає біля 70% загальної суми прямих інвестицій. Таким чином, можемо зробити висновок, що сформована вибірка країн є репрезентативною.

Зазначимо, що інвестиції з Кіпру (які стабільно займають найбільшу питому вагу у структурі прямих інвестицій) та з Віргінські Островів (в окремі періоди їх питома вага наближались до визначеного критерію у 4%) не враховувались. Зазначені держави є відомими офшорними зонами, як наслідок у відносинах з ними конкурентоспроможність вітчизняних фінансових інструментів не відіграватиме ніякої ролі, оскільки реальними інвесторами часто виступатимуть резиденти України або резиденти Росії.

Розглянемо більш детально порядок розрахунку інших складових ФЕОК. Показник I_{ERk} розраховується за методикою подібною для методики розрахунку РЕОК (формула 6.9):

$$I_{ERk} = \frac{ER_k^t}{ER_k^0} \quad (6.9)$$

де, ER_k^t - курс гривні до іноземної валюти k в поточному періоді t ;

ER_k^0 - курс гривні до іноземної валюти k в базовому періоді 0 .

Основною відмінністю розрахунку запропонованого нами показника (I_{ER_i}) від подібного показника, який використовується НБУ при визначенні РЕОК [365], є застосування нами не прямого (зворотного) котирування обмінного курсу гривні відносно валют країн-інвесторів. Доцільність застосування непрямого котирування обумовлюється логікою побудови ФЕОК (даний показник у чисельнику) та способом інтерпретації його значень: збільшення даного індексу повинно свідчити про зростання конкурентоспроможності вітчизняних фінансових інструментів. З точки зору інвесторів, зростання курсу, розрахованого за непрямым котируванням, свідчить про ревальвацію валюти.

Показник d_{RIRk} також розраховується за методикою подібною для методики розрахунку РЕОК (формула 6.10):

$$d_{RIRk} = \frac{I_{RIRukr}}{I_{RIRk}} \quad (6.10)$$

де, I_{RIRukr} - коефіцієнт росту реальної ставки в Україні;

I_{RIRk} - коефіцієнт росту реальної ставки в країні k – основному інвесторі в Україну.

Зазначимо, що для розрахунків нами використовуватиметься реальна процентна ставка (real interest rate), яка наводиться у бази даних Світового банку [383]. Дана ставка розраховувалася шляхом коригування позикового відсотка на показники інфляції, яка вимірювалася як дефлятор ВВП. Для деяких країн (Франція, Австрія, Германія) були відсутні дані щодо реальної процентної ставки для усіх досліджуваних періодів. У такому випадку реальні процентні ставки розраховувались нами самостійно виходячи із наведеної вище методики Світового банку.

Він відображає співвідношення динаміки зростання додатних реальних ставок (або зменшення абсолютної величини від'ємних реальних ставок) в Україні та у країнах-основних інвесторах. Теоретично збільшення показника d_{RIRk} повинна спричиняти зростання притоку прямих інвестицій та інших фінансових ресурсів в економіку країни. Однак, для країн з перехідною економікою, грошовий ринок яких характеризується високою волатильністю ставок та від'ємними значеннями реальних ставок протягом більшості періодів, дане твердження виявляється хибним. Зростання додатних реальних ставок або зменшення від'ємних реальних ставок у країнах з перехідною економікою більшими темпами у порівнянні зі країнами-інвесторами переважно свідчить про розбалансування грошового ринку та істотне зростання ризиків. Як наслідок, збільшення показника d_{RIRk} відобразить зменшення притоку фінансових ресурсів до країни з перехідною економікою. Враховуючи загальну логіку розрахунку ФЕОК даний індекс нами застосовується у знаменнику (формула 6.7).

Узагальнений (рівноважний) індекс ($ER_{equilibrium}$) пропонуємо розраховувати на основі показників РЕОК та ФЕОК. Перший відображає зворотній зв'язок з сальдо поточного рахунку платіжного балансу, а другий – прями зв'язок з сальдо фінансового рахунку. Врахування центральним банком динаміки даного показника сприятиме формуванню цільового (рівноважного) сальдо платіжного балансу держави. Таким чином, узагальнений індекс, що відобразатиме прямий зв'язок з сальдо платіжного балансу, пропонуємо розраховувати наступним чином (формула 6.11)

$$ER_{equilibrium} = \frac{FEER}{REER} = \frac{\prod_{k=1}^m (I_{ERk}^{ind} / d_{RIRk})^{w_k}}{\prod_{i=1}^n (I_{ERi} / d_{\pi i})^{w_i}} \quad (6.11)$$

де, $ER_{equilibrium}$ - рівноважний узагальнений обмінний курс (РУОК);

$FEER$ - фінансовий ефективний обмінний курс (ФЕОК);

$REER$ - реальний ефективний обмінний курс (РЕОК).

Методика розрахунку РЕОК досить детально розглянута у попередньому підрозділі роботи, а складові розрахунку ФЕОК деталізовані у формулі 6.7. Проаналізувавши методичні підходи до розрахунку складових рівноважного обмінного курсу, можна зробити висновок, що даний показник враховує основні чинники формування як поточного, так і фінансового рахунку платіжного балансу. Зазначимо, що тіснота фактичного зв'язку РУОК із загальним сальдо платіжного балансу залежатиме від істотності впливу на підсумок платіжного балансу чистих помилок та упущень (net errors and omissions). Чим більший їх вплив на сальдо платіжного балансу, тим менш тісний зв'язок між запропонованим нами показником РУОК та сальдо платіжного балансу буде спостерігатись.

Існують різні підходи до оцінки рівноважних обмінних курсів, які ґрунтовно узагальнені у роботі Р. Драйвер та П. Вестевей (R. Driver, P. Westaway) [387]. Більшість концепцій ґрунтуються на інших підходах до оцінки

рівноважних курсів ніж ті, що застосовуються у даному підрозділі дисертаційного дослідження. Зазначимо, що ми використовуємо термін «рівноважний», для позначення індексу розрахованого на основі формули 6.11, переважно для акцентуванні на його спрямованості на оцінку спільної динаміки як поточного, так і фінансового рахунку платіжного балансу, які зазвичай урівноважують один одного.

На нашу думку, наведені у даному підрозділі науково-методичні підходи до розрахунку показників ФЕОК та РУОК не суперечать теоріям, які пояснюють зв'язок між обмінним курсом та процентними ставкою. Зокрема теорії про «паритет реальних процентних ставок». Дані індекси не доцільно розглядати як ключові показники формування та реалізації валютно-курсової політики Національного банку України. Однак, їх можна використовувати (вказавши на спрощення та допущення на яких ґрунтується його розрахунок) для аналізу адекватності динаміки валютного курсу та оцінки можливостей використання інструментарію валютної політики центрального банку для коригування динаміки обмінного курсу. Крім того, дані показники доцільно використовувати для дослідження стійких взаємозв'язків (між інфляцією, ставками грошового ринку та відносною динамікою валютного курсу з одного боку, а також динамікою інвестицій та інших статей фінансового рахунку платіжного балансу – з іншого) які істотно впливають на сальдо фінансового рахунку та рівновагу платіжного балансу в цілому.

Проведемо апробацію обґрунтованих вище методичних підходів до розрахунку індексів, що дозволяють оцінити зв'язок між відносною динамікою параметрів фінансового ринку України та показниками фінансового рахунку платіжного балансу. На рисунку 6.9 наведено результати розрахунку індексу ФЕОК для України та окремих його складових (формула 6.7): середньгеометричного значення індексу обмінних курсів (I_{ERk}^{ind}) та середньгеометричного значення коефіцієнтів росту реальних ставок (d_{RIRk}).

Також на даному рисунку наведено коефіцієнти росту прямих інвестицій та сальдо фінансового рахунку.

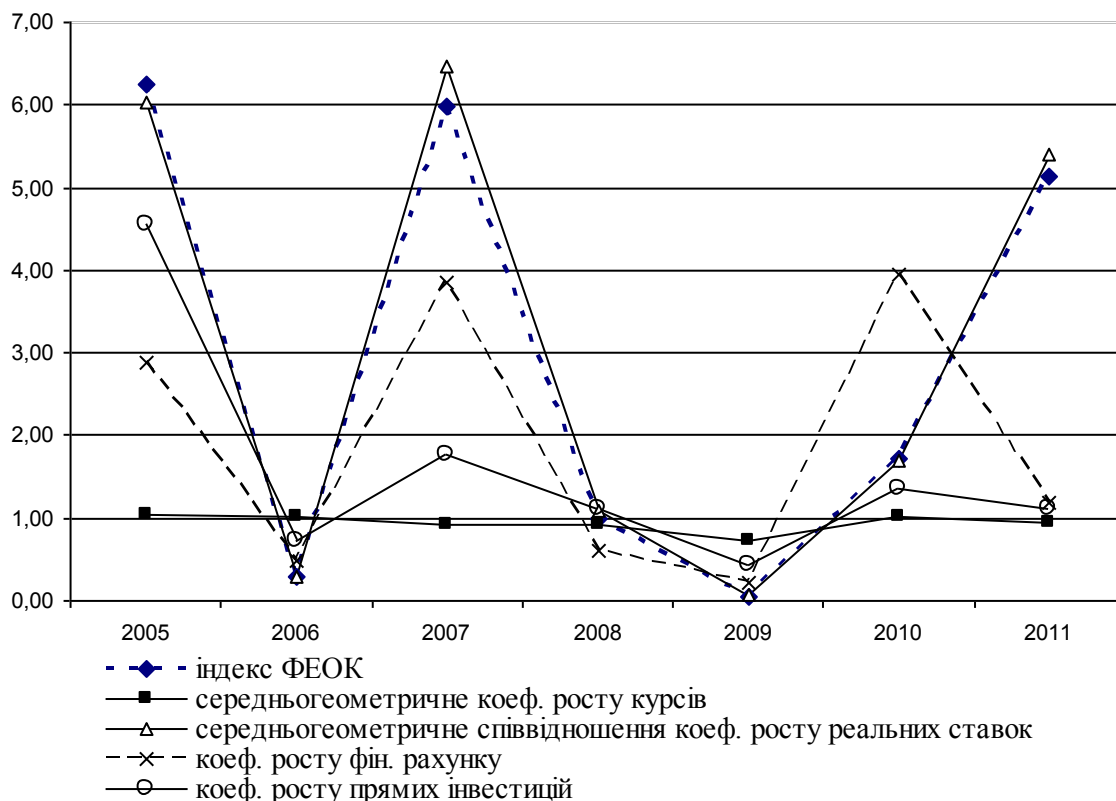


Рис. 6.9 Динаміка фінансового ефективного обмінного курсу України та його складових, частки одиниці (власні розрахунки)

Проаналізувавши дані наведені на рисунку 6.9 можна зробити висновок, що динаміка індексу ФЕОК переважно визначається динамікою реальних ставок в Україні та країнах-основних інвесторах (d_{RIRk}). З іншого боку, значення індексу валютних курсів (I_{ERk}^{ind}) не істотно відхилялось від одиниці та, як наслідок, здійснювало незначний вплив на формування підсумкового показника (ФЕОК).

За результатами аналізу взаємозв'язку між фінансовим ефективним обмінним курсом та показниками платіжного балансу нами зроблено наступні висновки. Істотний (статично значимий) зв'язок протягом 2005-2011 років спостерігався між індексом ФЕОК та динамікою прямих інвестицій: коефіцієнт парної кореляції становить 0,71. Між індексом ФЕОК та динамікою сальдо фінансового рахунку також спостерігається значний зв'язок, однак він є

статистично не значимим (коефіцієнт парної кореляції становить 0,60). Істотні, однак статистично не значимі, прямі зв'язки спостерігались між складовими індексу ФЕОК (d_{RIRk} та I_{ERk}^{ind}) та динамікою прямих інвестицій у сальдо фінансового рахунку.

Також нами, виявлено слабкий зв'язок між індексом рівноважного узагальненого обмінного курсу (формула 6.11) для економіки України та сальдо платіжного балансу України. Слабкість взаємозв'язку між даними показниками, на нашу думку, обумовлюється істотним впливом чистих помилок та упущень на сальдо платіжного балансу України у деяких періодах.

Далі пропонуємо проаналізувати взаємозв'язок індексу ФЕОК та окремих показників платіжного балансу країн з розвинутою ринковою економікою, на прикладі США. Для досягнення даної цілі необхідно адаптувати, обґрунтовану для країн з перехідною економікою, методику розрахунку фінансового ефективного обмінного курсу (формула 6.7).

У поясненнях до розрахунку індексу ФЕОК ми зазначали, що зростання додатних реальних ставок (або зменшення від'ємних реальних ставок) у країнах з перехідною економікою більшими темпами у порівнянні зі країнами-інвесторами переважно свідчить про розбалансування грошового ринку та істотне зростання ризиків, що обумовлює зворотній зв'язок між показником d_{RIRk} та притоком ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Однак, для економічно розвинених країн з ринковою економікою, грошовий ринок яких характеризується відносно низькою волатильністю ставок та додатними значеннями реальних ставок повинна справджуватись теоретично обґрунтована концепція: зростання реальних ставок сприяє збільшенню доходності фінансових інструментів та обумовлює притік фінансових ресурсів у країну. Як наслідок, для країн з ринковою економікою ми пропонуємо адаптовану методику розрахунку індексу ФЕОК (формула 6.12).



$$MFEER = \prod_{k=1}^m (I_{ERk}^{ind} \times d_{RIRk})^{WI_k} \quad (6.12)$$

де, $MFEER$ - модифікований фінансовий ефективний обмінний курс (МФЕОК);

I_{ERk}^{ind} - індекс номінального курсу гривні до іноземної валюти k в поточному періоді по відношенню до базового;

d_{RIRk} - співвідношення коефіцієнту росту реальної ставки в Україні до коефіцієнту росту реальної ставки в країні k - основному інвесторі в Україну;

WI_k - нормалізована питома вага країни k - основного інвестора в Україну в загальному обсязі прямих іноземних інвестицій.

Єдиною модифікацією формули 6.12 у порівнянні з формулою 6.7, є множення (а не ділення) показників I_{ERk}^{ind} та d_{RIRk} . Також нами були використані подібні, до розглянутих вище, підходи щодо визначення основних країн-інвесторів у економіку США. Використовуючи базу даних Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [384] та звіт Міністерства торгівлі США [385] нами було визначено шість країн, резиденти яких формують основний приток прямих інвестицій у економіку США. Критерієм відбору стало перевищення середньої частки прямих іноземних інвестицій резидентів даної країни у США, за період з 2000 по 2010 рік включно, рівня у 8%. Таким чином, до даної групи країн були включені (у скобках наведена середня частка прямих іноземних інвестицій даної країни у США): Великобританія (16%), Канада (11%), Швейцарія (10%), Німеччина (10%), Японія (8%), Франція (8%). У сукупності середня частка даних країн у структурі прямих інвестицій у США складає приблизно 63%. Отже, можна зробити висновок, що вибірка є репрезентативною. У своїй роботі М. Клейн (М.Клейн) зазначає, що починаючи з 1970 року існує статично значимий зв'язок між прямими іноземними інвестиціями у США і реальним обмінним курсом долара [386]. Як наслідок, можемо зробити висновок щодо обґрунтованості

формування вибірки країн для розрахунку індексу ФЕОК виходячи з структури прямих іноземних інвестицій.

На рисунку 6.10 наведено результати розрахунку індексу МФЕОК (за модифікованою методикою) для Сполучених Штатів Америки за 2001-2010 роки. Також на даному рисунку наведено коефіцієнти росту прямих інвестицій та сальдо фінансового рахунку.

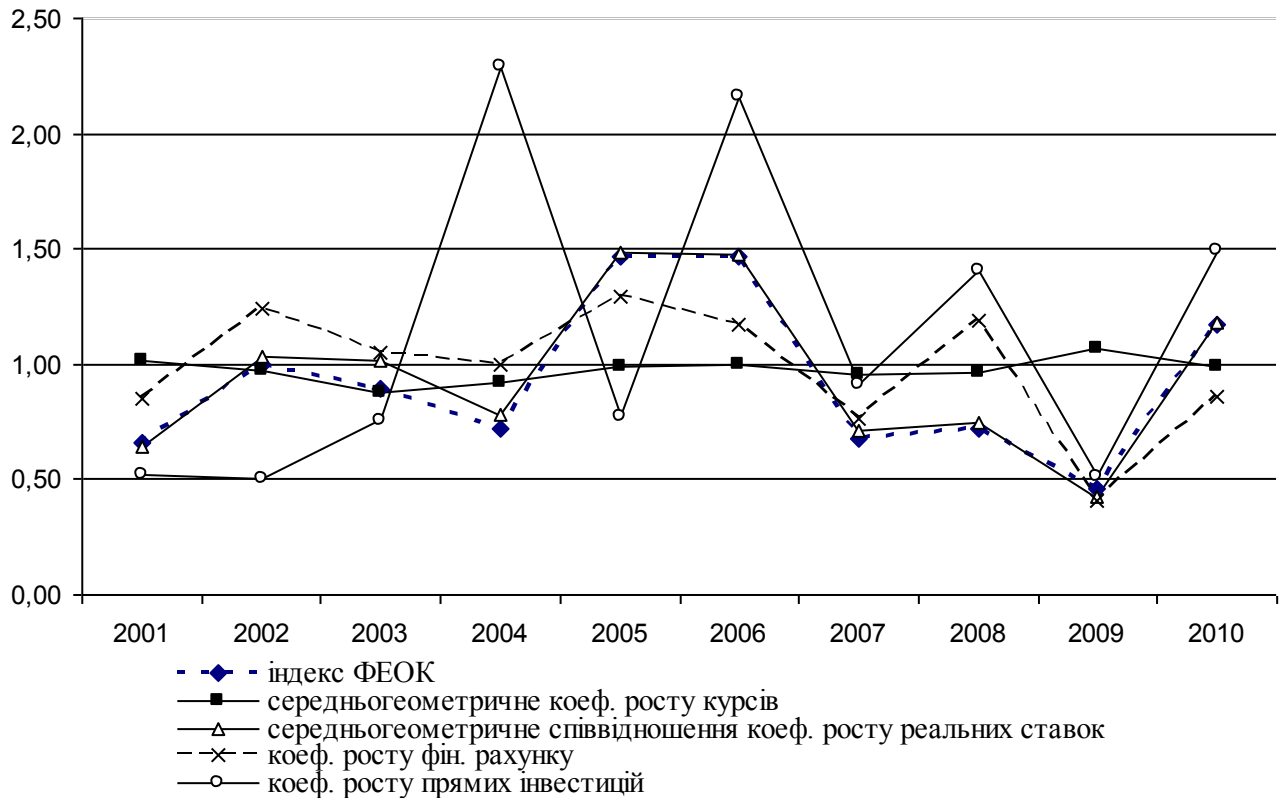


Рис. 6.10 Динаміка фінансового ефективного обмінного курсу США та його складових частки одиниці (власні розрахунки)

Як і для економіки України, динаміка індексу ФЕОК розрахованого для США переважно визначалась динамікою реальних ставок (d_{RIRk}), значення індексу валютних курсів (I_{ERk}^{ind}) не істотно відхилялось від 1 та не здійснювало істотного впливу на формування підсумкового показника (ФЕОК). Потрібно підкреслити, що волатильність реальних ставок у США та у основних країнах інвестора була істотно нижчою (рис. 2) ніж аналогічні показники для економіки України (рис. 1).

За результатами аналізу парних коефіцієнтів кореляції між індексом ФЕОК та динамікою сальдо фінансового рахунку платіжного балансу США зроблено висновок щодо наявності істотного та статистично значимого зв'язку між даними показниками (коефіцієнт кореляції становить 0,68).

Між динамікою середньгеометричного значення індексів валютних курсів (I_{ERk}^{ind}) та динамікою сальдо фінансового рахунку платіжного балансу США протягом 2001-2010 рр. спостерігається помірний зворотній зв'язок. Також виявлено слабкий зворотній зв'язок між середньгеометричного значення індексів валютних курсів (I_{ERk}^{ind}) та динамікою притоку прямих інвестицій у США. З іншого боку, протягом передкризового періоду (2001-2007 рр.) проаналізовані вище параметри характеризувались слабким прямим зв'язком. Отже, можна зробити висновок, що на відміну від теоретичної концепції (та ситуації в Україні), динаміка курсу долара США відносно курсів валют країн-інвесторів істотно не впливає на притік прямих інвестицій та інших коштів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Дані результати пояснюються виключно важливою роллю долара США, як світової резервної валюти, що обумовлює стратегічну впевненість інвесторів у стабільності середньострокової динаміки курсу долара США. Як наслідок, вони практично не зважають на поточні коливання валютного курсу долара у процесі прийняття рішень щодо вкладання коштів у фінансові та інші активи Сполучених Штатів Америки.

Також необхідно зазначити, що динаміка співвідношення реальних ставок у США та країнах-інвесторах (d_{RRk}) характеризується помірним, статично не значимим зв'язком із динамікою притоку прямих іноземних інвестицій. Як наслідок, можна зробити висновок, що відносна динаміка реальних ставок, які визначають реальну дохідність фінансових інвестицій у економіку США, переважно впливає на рішення портфельних, а не стратегічних інвесторів.

Висновки до розділу 6

1. За результатами досліджень наведених у шостому розділі роботи сформовано комплексний методологічний підхід до оцінки урівноваженості платіжного балансу держави. У межах даного підходу передбачається аналіз чотирьох взаємопов'язаних критеріїв рівноваги: 1) відсутність критичних відхилень сальдо основних статей платіжного балансу від їх збалансованого (нульового) рівня; 2) низька волатильність показників платіжного балансу; 3) сприяння досягненню макроекономічної рівноваги; 4) наявність зв'язків між показниками платіжного балансу та параметрами що визначають макроекономічну рівновагу. Об'єктивна оцінка зазначених критеріїв повинна проходити на основі порівняльного аналізу показників групи країн.

2. Для вивчення третього критерію комплексної оцінки рівноваги платіжних балансів проаналізовано динаміку чотирьох ключових макроекономічних показників: реальний ВВП, рівень безробіття, індекс споживчих цін та курс національної валюти відносно долара США. Взаємозв'язки між зовнішньою та макроекономічною рівновагою досліджено на основі парних коефіцієнтів кореляції між макроекономічними параметрами та динамікою сальдо основних рахунків платіжного балансу. За результатами апробації запропонованого підходу встановлено, що наближеними до рівноваги можна вважати платіжний баланс Польщі. Платіжні баланси Казахстану та Румунії характеризуються середнім рівнем урівноваженості, а платіжні баланси Білорусії та України – наближаються до стану нерівноваги.

3. Адекватність розробленого комплексного підходу до оцінки рівноваги платіжного балансу держави також підтверджена на основі аналізу макроекономічних показників найбільших світових економік (у розрізі економічно розвинених держав та держав, що розвиваються): США, Євросоюз, Японія, Китай, Індія та Росія.

4. З метою розвитку інструментарію аналізу валютно-курсової політики центральних банків запропоновано показник, який дозволяє проаналізувати взаємозв'язок між параметрами фінансового ринку, на які може впливати центральний банк, та статтями фінансового рахунку платіжного балансу. В основу розробленого методичного підходу до розрахунку даного показника покладено підходи до розрахунку Національним банком України реального ефективного обмінного курсу (РЕОК). Ключовими особливостями розробленого методичного підходу є: 1) врахування відносної динаміки реальних процентних ставок (замість відносної динаміки інфляції для РЕОК), 2) розрахунок індексу за основними країнами-інвесторами (замість основних країн-торговельних партнерів для РЕОК), 3) індекс призначений для аналізу фінансового рахунку платіжного балансу (замість поточного рахунку для РЕОК).

5. Збільшення значення даного індексу відображає підвищення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових інструментів, у порівнянні з фінансовими інструментами основних країн-інвесторів, та сприяє збільшенню притоку ресурсів за статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Наведений науково-методичний підхід до розрахунку індексу РЕОК не суперечать теоріям, які пояснюють зв'язок між обмінним курсом та процентними ставкою, зокрема теорії про «паритет реальних процентних ставок».

6. Проведено розрахунок індексу РЕОК та проаналізовано окремі його складові (середньгеометричного значення індексу обмінних курсів (I_{ERk}^{ind}) та середньгеометричного значення коефіцієнтів росту реальних ставок (d_{RIRk})) для економіки України. Встановлено, що динаміка індексу РЕОК переважно визначається динамікою реальних ставок в Україні та країнах-основних інвесторах (d_{RIRk}), що спричинено істотним впливом економічних інструментів та адміністративних заходів НБУ на забезпечення стабільності курсу національної валюти.

7. За результатами аналізу взаємозв'язку між фінансовим ефективним обмінним курсом та показниками платіжного балансу встановлено, що істотний (статично значимий) зв'язок протягом 2005-2011 років спостерігався між індексом ФЕОК та динамікою прямих інвестицій: коефіцієнт парної кореляції становить 0,71. Між індексом ФЕОК та динамікою сальдо фінансового рахунку також спостерігається істотний зв'язок: коефіцієнт парної кореляції становить 0,60. Істотні прямі зв'язки також спостерігались між складовими індексу ФЕОК (d_{RIRk} та I_{ERk}^{ind}) та динамікою прямих інвестицій і сальдо фінансового рахунку. Адекватність розробленого підходу до розрахунку ФЕОК також підтверджена на основі аналізу відповідних даних для економіки США за 2001-2010 роки.

8. Даний індекс доцільно використовувати для аналізу адекватності динаміки валютного курсу та оцінки можливостей використання інструментарію валютної політики центрального банку для коригування курсової динаміки. Індекс ФЕОК також можна використовувати для виявлення та аналізу стійких взаємозв'язків між інфляцією, ставками грошового ринку та відносною динамікою валютного курсу з одного боку, а також динамікою інвестицій та інших статей фінансового рахунку платіжного балансу – з іншого. Об'єктивна оцінка даних зв'язків дозволить оптимізувати валютну політику центрального банку та сприятиме формуванню економічно обґрунтованого валютного курсу, що сприятиме урівноваженню фінансового рахунку та платіжного балансу в цілому.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [371; 372; 388; 394; 395; 402; 412; 414; 415; 417].



ВИСНОВКИ

У дисертації надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що виявляється в обґрунтуванні складових механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці та визначенні напрямків удосконалення окремих його елементів.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Систематизацію теорій економічної рівноваги доцільно проводити на основі виділення «прототеорій економічної рівноваги», що були сформульовані протягом XVIII–XIX, та теорій економічної рівноваги XX століття, а також оцінки рівня врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів.

2. Зроблено висновок щодо значної інтенсифікації у XX столітті досліджень економічної рівноваги, що підтверджує кількість та структура теорій економічної рівноваги. Даний процес проходив за двома основними напрямками: 1) розширення проблематики досліджень на принципово новій методологічній основі (інституціоналізм, кейнсіанство, теорія ігор) або частково оновленій методології неокласицизму (монетаризм, неокласичний синтез, неокласичні теорії росту та циклів); 2) поглиблення, удосконалення та синтез прототеорій економічної рівноваги А. Маршала, І Фішера, Л. Вальраса та В. Паретто. У XX столітті рівень врахування суб'єктивної природи індивідуумів при обґрунтуванні та формалізації наукових результатів щодо економічної рівноваги зазнав істотної диверсифікації: від практично абсолютної орієнтації на суб'єктивні чинники (інституціоналізм) до суттєвого абстрагування від їх дії (теорії росту та циклів, теорія ігор).

3. Встановлено, що підходи до моделювання рівноваги еволюціонували у діалектичному взаємозв'язку із розвитком економічних відносин. По-перше, даний процес обумовлювався тим, що моделі, які формалізували взаємозв'язки в межах певної соціально-економічної парадигми, у нових соціально-

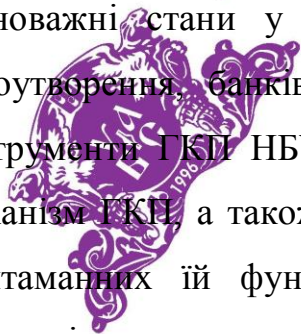
економічних реаліях не могли достовірно описати стан економічної системи. По-друге, змінювались цілі та завдання досліджень, а також удосконалювався математичний апарат, що дозволяв вирішувати нові (більш складні) завдання.

4. На основі вивчення наукових підходів до визначення поняття «рівновага», встановлено, що вона є імпліцитною характеристикою більшості суспільних (в тому числі економічних), природних та штучних систем. Підходи до визначення сутності рівноважних станів в економіці та інших науках є подібними, однак у природничих та технічних науках вони характеризується більшим рівнем об'єктивності.

5. Проаналізовано основні напрями дослідження економічної рівноваги, найбільш розповсюдженими з яких є: часткова та загальна ринкова рівновага, рівновага споживача та виробника, рівновага як параметр економічних моделей. Запропоновано класифікацію видів економічної рівноваги та визначено взаємозв'язок між різними критеріями класифікації.

6. На основі узагальнення та критичного осмислення підходів щодо визначення поняття «економічна рівновага» нами запропоновано його авторське визначення. Доведено, що банківська система може здійснювати істотний вплив на чотири види рівноважних станів: рівновага банку, рівновага грошового ринку, макроекономічна рівновага та рівновага платіжного балансу. Запропоноване визначення деталізовано для зазначених видів рівноваги враховуючи обґрунтовані ключові характеристики рівноважних станів: збалансованість, стабільність та ефективність.

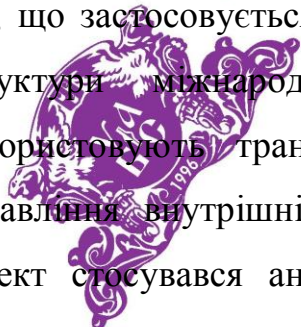
7. Визначено базові елементи механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці, до яких автором віднесено: трансфертне ціноутворення, банківський менеджмент, інфраструктуру грошового ринку, інструменти ГКП НБУ, інструменти валютної політики НБУ, трансмісійний механізм ГКП, а також рівень ефективності виконання банківською системою притаманних їй функцій. Досліджено способи передачі та перетворення імпульсів, генерованих суб'єктами банківської системи, зазначеними базовими елементами механізму для забезпечення впливу на рівноважні стани.



8. З точки зору формалізації способу передачі та перетворення імпульсів, обґрунтовано доцільність розподілу наведених вище базових елементів механізму на дві групи: до першої віднесено елементи зі значним рівнем узагальнення та низькою можливістю формалізації, до другої – чітко структуровані елементи з високою можливістю їх формалізації. До другої групи відносяться: трансфертне ціноутворення, інструменти ГКП, валютна політика, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики. Формалізацію процесів передачі та перетворення імпульсів базовими елементами першої групи проведено на описовому рівні та у стислій формі. Функціонування базових елементів другої групи розглядалось більш детально із застосуванням економіко-математичних методів дослідження.

9. Досліджено методичні засади використання трансфертного ціноутворення для досягнення внутрішньобанківської рівноваги: для оптимізації методики розрахунку трансфертних цін запропоновано використовувати розроблену матрицю ринкових орієнтирів даних цін, зокрема використовувати Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб (UIRD) у якості бази розрахунку трансфертних цін за гривневими ресурсами строковістю від 3 до 12 місяців; також обґрунтовано доцільність використання показника RAROC, розрахованого із застосуванням трансфертних цін, для оптимізації обсягу та структури капіталу банку.

10. Проаналізовано три аспекти застосування трансфертних цін, що істотно впливають на формування рівноважного стану банків-членів фінансових груп. Перший аспект пов'язаний із дослідження методики розрахунку трансфертних цін, що застосовується міжнародними групами. Встановлено, що материнські структури міжнародних банківських груп, у посткризовий період, використовують трансфертне ціноутворення для посилення централізації управління внутрішніми економічними процесами у межах групи. Другий аспект стосувався аналізу використання трансфертних цін для мінімізації податкового навантаження. Третій аспект передбачав вивчення впливу трансфертного ціноутворення на капіталізацію банків. Зроблено висновок щодо



наявності економічних передумов для використання трансфертних цін з метою мінімізації податкового навантаження. Даний напрямок застосування трансфертних цін також може обумовлювати недостатню капіталізацію банків, що є членами міжнародних фінансових груп. У свою чергу, потенційні податкові ризики та зниження капіталізації можуть істотно впливати на рівновагу банку. Негативний вплив даних чинників на рівновагу банку може бути нівельований шляхом удосконалення державного регулювання трансфертного ціноутворення.

11. Обґрунтовано доцільність застосування експліцитних правил монетарної політики для формування та підтримки рівноваги грошового ринку, розроблено науково-методологічний підхід до формування експліцитного правила монетарної політики для економіки України. Виділено та досліджено ключові етапи розробки монетарного правила: вибір базової форми правила; визначення рівноважних значень параметрів, що включаються у правило; оцінка параметрів і коефіцієнтів правила на основі багатofакторних регресійних моделей. Після поступового посилення практичної орієнтації грошово-кредитної політики НБУ на забезпечення цінової стабільності, монетарне правило може стати одним із ключових інструментів грошово-кредитної політики Національного банку.

12. Обґрунтовано, що об'єктивність та прозорість розрахунку рівноважної динаміки грошової маси на основі експліцитного монетарного правила, а також поступальне врахування центральним банком даного правила при прийнятті рішень у сфері монетарної політики, дозволять забезпечити високий рівень довіри економічних агентів до визначених рівноважних орієнтирів грошового ринку. Як наслідок, з'являється можливість досягти обґрунтованих у роботі умов формування рівноваги грошового ринку: збалансованості структури та попиту на гроші; стабільної та прогнозованої динаміки інфляції, ставок та обмінного курсу; високої ефективності монетарної політики центральних банків; можливості ефективного досягнення економічних цілей учасниками грошового ринку.

13. На основі розроблених багатofакторних регресійних моделей доведено, що динаміка грошової маси (агрегат М3) в Україні протягом 4 кв. 2003 – 1 кв. 2012 рр. статистично значимо визначалась динамікою трьох параметрів монетарного правила: розрив номінального ВВП, рівноважний реальний ВВП та швидкість обігу грошей.

14. На основі узагальнення закордонного досвіду розробки монетарних правил, визначено особливості розрахунку рівноважних значень макроекономічних параметрів, які включаються до монетарного правила. Для вирішення даного завдання обґрунтовано доцільність використання модифікованого фільтру Ходріка–Прескотта, що передбачає використання матричного аналізу. Проведено апробацію застосування даного фільтру для розрахунку рівноважних (згладжених) значень реального ВВП України.

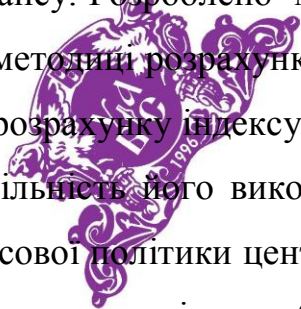
15. За результатами дослідження методичних підходів до визначення фаз економічних циклів, на основі порівняльного аналізу двох модифікацій процедури Брай-Бошена, визначено переваги та недоліки кожної з них. Проведено апробацію даних підходів шляхом визначення поворотних точок економічних циклів найбільших країн СНД: Росії, України, Казахстану та Білорусії. Встановлено, що в Україні фаза спаду тривала з 1991 до 1999 рік включно, далі почалась фаза пожвавлення, яка тривала 37 кварталів. Україна єдина, з поміж визначених нами найбільших економік СНД, не перейшла у фазу підйому оскільки не відновила абсолютні обсяги ВВП у порівнянні із 1990 роком. Наступна фаза спаду тривала 5 кварталів до IV кварталу 2009 року включно. Починаючи з I кварталу 2010 року економіка України перейшла у фазу пожвавлення.

Враховуючи визначені часові межі економічних циклів, досліджено проблему формування антициклічної монетарної політики НБУ. Встановлено, що грошово-кредитна політика НБУ на першому етапі фази підйому економічного циклу (2000-2004 рр.) мала чітко виражений проциклічний характер, що сприяло економічному зростанню. Проциклічний профіль ГКП об'єктивно обумовлювався необхідністю відновлення економіки після системної

економічної кризи. На фазі підйому (2005-2008 роки), протягом фази спаду (IV кв. 2008 – 2009 рік), а також протягом фази поживлення (2010-2011 роки) грошово-кредитна політика переважно мала нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Порядок застосування основних інструментів ГКП переважно визначався чинниками, що лежать у площині забезпечення стабільної динаміки обмінного курсу та підтримки цінової стабільності. Зроблено висновок щодо доцільності формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики Національного банку у межах, що не суперечать виконанню НБУ своєї основної функції – забезпечення стабільності національної валюти.

16. Сформовано науково-методологічний підхід до комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу, який ґрунтується на аналізі чотирьох взаємопов'язаних умов: відсутність критичних відхилень сальдо основних статей платіжного балансу від їх збалансованого (нульового) рівня; низька волатильність показників платіжного балансу; сприяння досягненню макроекономічної рівноваги; наявність зв'язків між показниками платіжного балансу та параметрами що визначають макроекономічну рівновагу. Шляхом апробації запропонованого підходу обґрунтовано, що об'єктивна оцінка зазначених критеріїв передбачає порівняльний аналіз показників групи країн з подібними макроекономічними умовами.

17. Обґрунтовано доцільність розрахунку індексу ФЕОК, який дозволяє виявити та проаналізувати стійкі взаємозв'язки між відносною динамікою реальних процентних ставок та статтями фінансового рахунку платіжного балансу. Розроблено методичні підходи до розрахунку ФЕОК, які ґрунтуються на методиці розрахунку РЕОК. За результатами апробації методичного підходу до розрахунку індексу ФЕОК, на прикладі економік України та США, доведено доцільність його використання, як додаткового інструменту аналізу валютно-курсової політики центральних банків, у контексті оцінки її ролі у забезпеченні рівноваги платіжного балансу.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Пиндайк Р. Микроэкономика / Р. Пиндайк, Д. Рубинфельд / сокр. пер. с англ. – М. : Дело, 1992. – 510 с.
2. Карбау Роберт. Міжнародна економіка : підручник / Р. Карбау; пер. з англ. – 7-ме вид. – Суми : Козацький вал, 2004. – 652 с.
3. Словарь современных экономических и правовых терминов / под ред. В. Н. Шимова и В. С. Каменкова. – Минск : Алфея, 2002. – 816 с.
4. Економічна енциклопедія : в 3 т. – К. : Академія, 2002. – Т. 3. – 952 с.
5. Юхименко П. І. Історія економічних учень : підручник / П. І. Юхименко, П. М. Леоненко. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 639 с.
6. Woodwell Jamie. A Detour to Dis-Equilibrium / Jamie Woodwell // Mortgage Banking. – 2008. – January. – P. 50–57.
7. Бартенев С. А. Экономические теории и школы (история и современность) : курс лекций / С. А. Бартенев. – М. : БЕК, 1996. – 352 с.
8. Пономаренко О. І. Сучасний економічний аналіз : у 2 ч. Ч. 2. Макроекономіка : навч. посіб. / О. І. Пономаренко, М. О. Перестюк, В. М. Бурим. – К. : Вища шк., 2004. – 207 с.
9. Giuseppe Tullio. Monetary Equilibrium and Balance-of-Payments Adjustment / Tullio Giuseppe // Journal of Money, Credit & Banking. – 1979. – February. – P. 68–79.
10. Экономическая теория / под ред. В. Д. Камаева. – 10-е изд., перераб. и доп. – М. : ВЛАДОС, 2003. – 592 с.
11. Мовчан И. В. Макрорыночное равновесие как системообразующий элемент экономики смешанного типа : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01 / Мовчан Ирина Викторовна. – Ростов-на-Дону, 2000. – 138 с.
12. История экономических учений: (современный этап) : учебник / ред. А. Г. Худокормов. – М. : Инфра-М, 1999. – 733 с.
13. Кочура Є. В. Моделювання макроекономічної динаміки : навчальний посібник / Є. В. Кочура, В. М. Косарев. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 236 с.
14. Замков О. О. Математические методы в экономике : учебник / О. О. Замков, А. В. Толстопятенко, Ю. Н. Черемных. – 2-е изд. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова ; Дело и Сервис, 1999. – 368 с.

15. Фомина А. В. Циклы Кондратьева в экономике России : монография / А. В. Фомина / Международный фонд Н. Д. Кондратьева. – М., 2005. – 146 с.
16. Дані офіційного сайту Нобелівського комітету [Електронний ресурс]. – Режим доступу: // http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates.
17. Дж. Р. Хикс. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М. : Прогресс, 1988. – 488 с.
18. Johnson Lewis. Inflationary Expectations and Momentary Equilibrium / Lewis Johnson // American Economic Review. – 1976. – June. – P. 395–400.
19. Дорнбуш Р. Макроекономіка : підручник ; пер. з англ. / Р. Дорнбуш, С. Фішер. – К. : Основи, 1996. – 814 с.
20. Сакс Дж. Д. Макроэкономика. Глобальный подход / Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен ; пер. с англ. – М. : Дело, 1996. – 848 с.
21. Воронцовский А. В. Научное наследие Б. Г. Серебрякова и развитие экономической теории / А. В. Воронцовский, А. Л. Дмитриев // Вестник СПбГУ. – 2005. – Вып. 4. – Сер. 5.
22. Брокгауз Ф. А. Энциклопедический словарь : репринтное воспроизведение издания 1890 г. / Ф. А. Брокгауз, И. А. Ефрон. – М. : ТЕРРА, 1992. – Т. 51.
23. Большая Советская Энциклопедия. – в 30 т. / гл. ред. А. М. Прохоров. – изд. 3-е. – М. : Советская энциклопедия, 1975 г. – Т. 21.
24. Фельдерер Бернхард. Макроекономіка і нова макроекономіка : підручник / Бернхард Фельдерер, Штефман Хомбург ; пер. з нім. О. Буровнікової, А. Степаненка, К. Валуєва. – К. : Либідь ; Нічлава, 1998. – 464 с.
25. Большая энциклопедия. – в 62 т. – М. : ТЕРРА, 2006. – Т. 40. – 592 с.
26. Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 608 с.
27. Экономическая энциклопедия / Науч.-ред. совет изд-ва “Экономика”; Ин-т экон. РАН ; гл. ред. Абалкин. – М. : Экономика, 1999. – 1055 с.
28. Мельник Л. Г. Экономика и информация : энциклопедический словарь / Л. Г. Мельник. – Сумы : Университетская книга, 2005. – 384 с.
29. Клебанова Т. С. Моделирование экономической динамики : учебное пособие // Т. С. Клебанова и др. ; Харьковский нац. экон. ун-т. – Х. : ИНЖЭК, 2005. – 244 с.
30. Цилин А. М. Методы оптимизации в необратимой термодинамике и микроэкономике / А. М. Цилин. – М. : ФИЗМАТЛИТ, 2003. – 416 с.
31. Проблемы равновесия экономических систем в условиях рыночной трансформации : программа и материалы межвузовской научно-практической

конференції, Харків (10 лютого 2004 року) / Народна українська академія. – Х. : Видавництво НУА, 2004. – 116 с.

32. Bellino Enrico. Full-cost Pricing in the Classical Competitive Process: a Model of Convergence to Long-run Equilibrium / Enrico Bellino // Journal of Economics. – 1997. – № 1. – Р. 41–54.

33. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2004. – 480 с.

34. Самуэльсон Пол Э. Экономика : учеб. пособ. ; пер. с англ. / Пол Э. Самуэльсон, Вильям Д. Нордхаус. – 16-е изд. – М. : Вильямс, 2000. – 688 с.

35. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика : в 2 ч. Ч.1: Макроекономіка / пер. з англ ; К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. – 13-те вид. – Львів : Просвіта, 1997. – 671.

36. Макаренко М. І. Бюджетно-монетарне регулювання цін у перехідній економіці України / М. І. Макаренко. – К. : Знання України, 2002. – 304 с.

37. Селищев А. С. Макроэкономика: Открытая экономика. Причины экономического роста. Динамика рынков. учебник / А. С. Селищев ; ред. Е. Строганова. – 3-е изд. – СПб. : Питер, 2005. – 464 с.

38. Белолипецкий В. Г. Финансовое равновесие в условиях рыночной трансформации экономики России. дис. д-ра экон. наук: 08.00.10, 08.00.05 / Белолипецкий В. Г. / Москва, 2002. – 563 с.

39. Холопов А. В. Глобализация и макроэкономическое равновесие / А. В. Холопов // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 2. – С. 15–24.

40. Пищик П. В. Регулирование платежного баланса и проблема макроэкономического равновесия / П. В. Пищик // Деньги и кредит. – 2002. – №8. – С. 38–44.

41. Линдрет П. Экономика мирохозяйственных связей / П. Линдрет ; пер. с англ. – М. : Прогресс, 1992. – 520 с.

42. Савченко Т. Г. Система трансфертного ціноутворення в комерційних банках : монографія / Т. Г. Савченко, М. І. Макаренко. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 238 с.

43. Чаплыгин В. Г. Устойчивость и равновесие, кооперация и координация в глобальном пространстве: Дж. Нэш versus Г. Штакельберг / В. Г. Чаплыгин // Известия Томского политехнического университета. – 2004. – Т. 307. – № 2.

44. Монетарний трансмісійний механізм в Україні : науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик та ін. – К. : Національний банк України ; Центр наукових досліджень, 2008. – Вип. 9. – 144 с.

45. Стародубова Н. Н. Экономическое равновесие и влияние банковской системы на его параметры : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01 / Стародубова Н. Н. – Челябинск, 2002. – 176 с.
46. Dutta Jayasri. Asset Markets and Equilibrium Process / Dutta Jayasri, Polemarchakis Herakles // Review of Economic Studies. - 1990. - April. - P. 229-254.
47. Villar Antonio. Equilibrium with nonconvex technologies / Antonio Villar // Economic Theory. – 1994. – P. 629–638.
48. Задоя А. А. Макроэкономика : учебник / А. А. Задоя, Ю. Е. Петруня. – 3-е изд., перераб. и доп. – К. : Знання, КОО, 2008. – 381 с.
49. Базилевич В. Д. Макроекономіка : підручник / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич, Л. О. Баластрик ; за ред. В. Д. Базилевича. – 4-те вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 743 с.
50. Гальперин В. М. Макроэкономика : учебник / В. М. Гальперин, П. И. Гребенников, А. И. Леусский и др. / Общая редакция Л. С. Тарасевича. – Изд. 2-е, перераб. и доп. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 1997. – 719 с.
51. Ковальчук В. М. Історія економіки та економічної думки / В. М. Ковальчук, М. В. Лазарович, М. І. Сарай. – К. : Знання, 2008. – 647 с.
52. Корнійчук Л. Я. Історія економічних учень / Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко, А. М. Поручник та ін. ; за ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К. : КНЕУ, 2001. – 564 с.
53. Петрик О. Динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги: сутність, досвід використання в центральних банках / О. Петрик, Ю. Шоломоцький // Банківська справа. – 2007. – № 4. – С. 43–49.
54. Агапова Т. А. Макроэкономика : учебник / Т. А. Агапова, С. Ф. Серегина / под общей редакцией проф., д-ра экон. наук А. В. Сидоровича. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова, Издательство “ДИС”, 1997. – 416 с.
55. Савченко Т. Г. Наукові підходи до визначення сутності економічної рівноваги / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “УАБС НБУ” – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – Т. 2. – С. 60–61.
56. Савченко Т. Г. Систематизація напрямків дослідження економічної рівноваги / Т. Г. Савченко, Л. С. Остапенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28–29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / ДВНЗ “УАБС НБУ”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2010. – Т. 2. – С. 187–188.
57. Мельник А. Ф. Макроекономіка та макроекономічна політика : навч. посіб. / А. Ф. Мельник. – К. : Знання, 2008. – 699 с.

58. Robert Skidelsky. Economic theory: How to rebuild a newly shamed subject / Robert Skidelsky [Електронний ресурс] // Financial Times. – 2009. – December 14. – Режим доступу : // www.ft.com/cms/s/0/098e5930-e843-11de-8a02-00144feab49a,dwp_uuid=6d7687ee-e846-11de-8a02-00144feab49a.html?nclick_check=1.

59. Савченко Т. Г. Економічна рівновага: сутність та класифікація / Т. Г. Савченко // Економіка і регіон. – 2010. – № 2. – С. 106–115.

60. Савченко Т. Г. Генезис теорій економічної рівноваги. / Т. Г. Савченко // Економіка і регіон. – 2010. – № 1. – С. 198–206.

61. Большой экономический словарь / под. ред. А. Н. Азрилияна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М. : Институт новой экономики, 1999. – 1248 с.

62. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України : монографія / М. І. Крупка ; Мін-во освіти і науки України, Львівський нац. ун-т ім. І. Франка. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2001. – 608 с.

63. Галієв Е. Е. Грошово-кредитні механізми структурного розвитку економіки в умовах ринкової трансформації : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.01.01 “Економічна теорія” / Галієв Е. Е. ; Харківський нац. ун-т ім. В. Н. Каразіна. – Х. : [Б. В.], 2003. – 16 с.

64. Карбівничий І. В. Механізм формування та реалізації кредитної політики банку : дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / І. В. Карбівничий ; ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : [Б. В.], 2011. – 216 с.

65. Павлишин О. П. Механізми стимулюючого впливу кредиту на розвиток економіки регіону : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Павлишин О. П. ; Мін-во освіти і науки України, Тернопільська академія в / т. – Тернопіль : [Б. В.], 2005. – 20 с.

66. Шульга А. В. Финансово-кредитный налоговый механизм разработки региональных инвестиционных программ : научное издание / А. В. Шульга ; Центр социально-эконом. исследований и информации. – ЦСЭИ. – М. : ЦСЭИ, 1996. – 146 с.

67. Васенко В. К. Валютно-фінансовий механізм зовнішньоекономічної діяльності : навчальний посібник / В. К. Васенко ; Мін-во освіти і науки України, СумДУ. – К. : ЦНЛ, 2004. – 216 с.

68. Журавка Ф. О. Механізм реалізації валютної політики в Україні : дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Журавка Ф. О. ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : [Б. В.], 2009. – 418 с.

69. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х) / М. В. Ершов. – М. : Экономика, 2000. – 319 с.

70. Старовойт-Білоник К. І. Фінансовий механізм інвестиційної діяльності комерційних банків : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Старовойт-Білоник К. І. ; Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. – К. : [Б. В.], 2008. – 20 с.

71. Нечепуренко В. М. Фінансовий механізм залучення іноземних інвестицій в умовах економіки перехідного періоду (на прикладі підприємств кондитерської промисловості України) : дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Нечепуренко В. М. ; Українська академія банківської справи Національного банку України. – Суми : [Б. В.], 1998. – 161 с.

72. Механізм банківського інвестування в умовах ринкової економіки : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 [Електронний ресурс] / Вон Романов Кріспін О. О. ; НАН України, Ін-т регіон. дослідж. – Л., 2009. – 22 с.

73. Вожжов А. П. Природа и механизм трансформации банковских ресурсов : дис. ... д-ра экон. наук: спец. 08.00.08 “Деньги, финансы и кредит” / А. П. Вожжов ; Украинская академия банковского дела Национального банка Украины. – Сумы : [Б. В.], 2007. – 442 с.

74. Фінансовий механізм управління ліквідністю банку : монографія / ред. Ю. С. Серпенінова. – Суми : Університетська книга, 2011. – 136 с.

75. Оцінка та управління ресурсним потенціалом банків : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 / Музичка О. М. ; НАН України, Ін-т регіон. дослідж. – Л., 2010. – 21 с.

76. Дмитриченко Л. И. Банковский капитал: генезис, механизм накопления и функционирования : монография / Л. И. Дмитриченко, О. М. Черная ; Донецкий национальный университет. – Донецк, 2011. – 192 с.

77. Галайко Н. Р. Організаційно-економічний механізм забезпечення ефективності діяльності банку : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Галайко Н. Р. ; Нац. академія наук України, Ін-т регіональних досліджень НАН України. – Львів : [Б. В.], 2008. – 20 с.

78. Криклій О. А. Фінансовий механізм управління філіями банку : дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Криклій О. А. ; Українська академія банківської справи Національного банку України. – Суми : [Б. В.], 2004. – 185 с.

79. Михайлюк Р. В. Механізм управління фінансовою стійкістю комерційних банків : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Михайлюк Р. В. ; Тернопільський нац. економічний ун-т. – Тернопіль : [Б. В.], 2008. – 20 с.

80.Гирик О. С. Мотиваційний механізм активізації банківської діяльності в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Гирик О. С. ; Нац. академія наук України, Ін-т регіональних досліджень. – Львів : [Б. В.], 2010. – 20 с.

81.Економіко-організаційний механізм державного регулювання розвитку банківської системи : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.03 / Панасенко О. В. ; Харк. нац. ун-т ім. В. Н. Каразіна. – Х., 2009. – 20 с.

82.Башлай С. В. Роль банків у формуванні фінансових ресурсів сільськогосподарських товаровиробників : дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Башлай С. В. – Суми : [Б. В.], 2003. – 215 с.

83.Довгань Ж. М. Ресурси комерційного банку: формування та управління : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Довгань Ж. М. ; КНУ ім.Т. Г. Шевченка. – К. : [Б. В.], 2000. – 19 с.

84.Панасенко Г. О. Депозитна політика банків та інструменти її реалізації : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Панасенко Г. О. ; Нац. академія наук України, Ін-т економіки промисловості. – Донецьк : [Б. В.], 2008. – 20 с.

85.Кожель Н. О. Удосконалення депозитної політики в банках України : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / Кожель Н. О. ; Нац. академія наук України, Ін-т регіональних досліджень НАН України. – Львів : [Б. В.], 2005.

86.Коваль С. Л. Власний капітал у системі фінансових ресурсів банку : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Коваль С. Л. ; Тернопільський нац. економ. ун-т, Тернопіль: [Б. В.], 2007. – 19 с.

87.Грищенко О. О. Управління поточними пасивами банку : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / О. О. Грищенко ; УАБС НБУ. – Суми : [Б. В.], 2007. – 21 с.

88.Большая Советская Энциклопедия : в 30 т. / гл. ред. А. М. Прохоров. – Изд. 3-е. – М. : Советская энциклопедия, 1974. – Т. 16.

89.Энциклопедический словарь: репринтное воспроизведение издания 1890 г. / Ф. А. Брокгауз, И. А. Ефрон. – М. : ТЕРРА, 1991. – Т. 37.

90.Економічна енциклопедія : в 3 т. – К. : Академія, 2001. – 848 с. – Т. 2.

91.Енциклопедія банківської справи України / редкол. В. С. Стельмах (голова) та ін. – К. : Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.

92.Борисов А. Б. Большой экономический словарь. – Изд. 2-е, перераб. и доп. / А. Б. Борисов. – М. : Книжный мир, 2007. – 860 с.

93. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 07.02.2000 № 2121-III. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

94. Про порядок регулювання діяльності банків в Україні [Електронний ресурс] : інструкція : затверджена постановою Правління НБУ від 28.08.2001 № 368. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

95. Про порядок встановлення Національним банком України лімітів відкритої валютної позиції та контроль за їх дотриманням уповноваженими банками [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 12.08.2005 № 290. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

96. Про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 06.07.2000 № 279. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

97. Про порядок рейтингових оцінок за рейтинговою системою CAMELS [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 08.05.2002 № 71. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

98. Basel Committee on Banking Supervision: International regulatory framework for banks (Basel III) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

99. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку : Міжнародні рейтингові агентства, які мають право визначати обов'язкові рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // [http://old.ssmc.gov.ua/\(S\(vg1lh45nub5dguaz2vxuz45\)\)/ShowPage.aspx?PageID=649](http://old.ssmc.gov.ua/(S(vg1lh45nub5dguaz2vxuz45))/ShowPage.aspx?PageID=649)

100. Асоціація українських банків: показники діяльності банків [Електронний ресурс] – Режим доступу : // http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=1&menu=104&Itemid=112.

101. Інтернет-видання “Українська правда”: рейтинг надійності депозитів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.epravda.com.ua/publications/2011/08/4/293845/>.

102. Батковський В. А. Рейтингова оцінка діяльності банків / В. А. Батковський // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 145–151.

103. Бус О. Удосконалення рейтингової системи оцінювання діяльності банків при проведенні виїзних інспекційних перевірок / О. Бус // Банківська справа. – 2008. – № 3. – С. 75–87.

104. Боярко І. М. Методологічні особливості оцінки кредитних рейтингів у банківській діяльності / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко, Л. А. Могиліна // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 1. – С. 68–73.

105. Бабкіна І. Досвід зарубіжних країн щодо рейтингової оцінки діяльності банків / І. Бабкіна // Вісник НБУ. – 2010. – № 12. – С. 31–33.

106. Роуз П. С. Банковский менеджмент / пер. с англ. со 2-го изд. – П. С. Роуз. – М. : Дело, 1997. – 768 с.

107. Синки Дж. Ф. Управление финансами в коммерческих банках / Дж. Ф. Синки ; пер. с англ. – 4-е изд., перераб. – М. : Catallaxy, 1994. – 820 с.

108. Банківський менеджмент: питання теорії та практики : монографія / [О. А. Криклій, Н. Г. Маслак, О. М. Пожар та ін.]. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – 152 с.

109. Банківські ризики: теорія та практика управління : монографія / Л. О. Примостка, О. В. Лисенюк, О. О. Чуб ; Мін-во освіти і науки України, ДВНЗ “КНЕУ ім. Вадима Гетьмана”. – К. : КНЕУ, 2008. – 456 с.

110. Методичні рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 02.08.2004 № 361. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

111. Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку України в сучасних умовах / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 2. – С. 13–17.

112. Кіреєв О. І. Розвиток інфраструктури банківського сектора: європейський досвід / О. І. Кіреєв, Р. М. Набок // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Т. 12. – С. 9–16.

113. Федик М. В. Сутність державного регулювання банківської інфраструктури в Україні / М. В. Федик // Регіональна економіка. – 2010. – № 4. – С. 91–98.

114. Банковское дело / под. редакцией И. О. Лаврушина. – 4-изд., стер. – М. : КНОРУС, 2006 – 768 с.

115. Большая Советская Энциклопедия : в 30 т. / гл. ред. А. М. Прохоров. – Изд. 3-е. – М. : Советская энциклопедия, 1972. – Т. 10.

116. Економічна енциклопедія : в 3 т. – К. : Академія, 2000. – Т. 1. – 864 с.

117. Конституція України від 28.06.1996 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon2.rada.gov.ua>.

118. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України [Електронний ресурс] : Закон України від 09.07.2010 № 2478-VI. – Режим доступу : // <http://zakon2.rada.gov.ua>.

119. Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків : Закон України від 15.02.2011 № 3024-VI (3024-17) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon2.rada.gov.ua>.

120. Про внесення змін до деяких законів України щодо нагляду на консолідованій основі : Закон України від 19.05.2011 № 3394-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon2.rada.gov.ua>.

121. Єпіфанов А. О. Операції комерційних банків : навчальний посібник / А. О. Єпіфанов, Н. Г. Маслак, І. В. Сало. – Суми : Університетська книга, 2007. – 523 с.

122. Коваленко В. В. Стратегічне управління фінансовою стійкістю банківської системи: методологія і практика : монографія / В. В. Коваленко. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – 228 с.

123. Мельник П. В. Банківські системи зарубіжних країн : підручник / П. В. Мельник, Л. Л. Тарангул, О. Д. Гордей. – К. : Алерта : ЦУЛ, 2010. – 586 с.

124. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.99 № 679-XIV. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

125. Журавка Ф. О. Механізм реалізації валютної політики в Україні : автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Журавка Ф. О. ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України” – Суми : [Б. В.], 2009. – 27 с.

126. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

127. Гребеник Н. І. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття друга. Розвиток і оптимізація механізмів та інструментів монетарної політики / Н. І. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 2. – С. 10–15.

128. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки : інформаційно-аналітичні матеріали / за редакцією канд. екон. наук О. І. Кіреєва і канд. екон. наук М. М. Шаповалової. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 86 с.

129. Про процентну політику Національного банку України [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 18.08.2004 № 389. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

130. Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 30.04.2009 № 259. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

131. Крухмаль О. В. Оцінка фінансової стійкості банків: інформаційне і методичне забезпечення : автореф. дис. ... кан. екон. наук: 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит / Крухмаль Олена Валентинівна ; Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2007. – 21 с.

132. Обґрунтування методичних підходів до оцінки стійкості фінансової системи: Інформаційно-аналітичні матеріали / С. В. Науменкова, Р. С. Дисенко, Д. С. Попов та ін. - К.: Центр наукових досліджень НБУ. - 2006. - Вип. 6. - 162 с.

133. Drury C. Management and Cost Accounting. Fourth edition / C. Drury. – London : International Thomson Business Press, 1996. – 928 p.

134. Васин А. С. Система управленческого учета в банке / А. С. Васин // Финансы и кредит. – 2001. – № 13. – С. 10–14.

135. Савченко Т. Г. Елементи механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей XIV Всеукраїнської науково-практичної конференції: у 2 т. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2011. – Т. 2. – С. 70–71.

136. Головка В. Статистика Національного банку України у світлі сучасних викликів / В. Головка // Вісник НБУ. – 2011. – № 5. – С. 4–9.

137. Губаренко А. Дослідження інформаційної прозорості банків України в 2010 році [Електронний ресурс] / А. Губаренко, О. Куценко, О. Пастухова / Агентство фінансових ініціатив та Standard & Poor's. – Режим доступу : // http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/sp_2010_ua.pdf.

138. Інструкція про порядок складання і оприлюднення фінансової звітності банків України [Електронний ресурс] : затверджена постановою Правління НБУ від 24.10.2011 № 373. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

139. Коренева О. Г. Організація обліку в банку : навчальний посібник / О. Г. Коренева, О. В. Мірошніченко, Т. Г. Савченко. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 273 с.

140. Корнелюк Р. Рейтинг прозорості українських банків [Електронний ресурс] / Р. Корнелюк, Є. Шпитко // Інтернет-портал “Українська правда” (Економічна правда). – 2010. – листопад. – Режим доступу : / <http://www.epravda.com.ua/publications/2010/11/22/257461/>.

141. Кузьмінська О. Е. Звітність банків : навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни / О. Е. Кузьмінська. - К.: КНЕУ, 2004.- 457 с.

142. Методичні рекомендації щодо організації процесу формування управлінської звітності в банках України [Електронний ресурс] : затверджені

постановою Правління НБУ від 06.09.2007 № 324. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

143. Міжнародні стандарти фінансової звітності. Фінансові інструменти. Звітність та бухгалтерський облік. Керівництво для користувачів щодо офіційного тексту МСБО 32, МСБО 39 та МСФЗ 7 / ред. С. Ф. Голов – К. : Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 2007. – 584 с.

144. Ольхова Р. Г. Современный банк: от оценки рентабельности до особенностей системы управления доходностью / Р. Г. Ольхова // Банковские услуги. – 2001. – № 7. – С. 3–47.

145. Правила організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України [Електронний ресурс] : затверджені постановою Правління НБУ від 19.03.2003 № 124. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

146. Пришляк Г. В. Проблеми організації банківського управлінського обліку / Г. В. Пришляк // Регіональна економіка. – 2007. – № 2. – С. 204–209.

147. Савченко Т. Г. Грошовий ринок: сутність, структура та інструменти / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. - Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. - Вип. 31. - С. 257-266.

148. Селезнева В. Ю. Механізм трансфертного ценообрановання в багатофіліальному комерційному банку / В. Ю. Селезнева // Экономический журнал ВШЭ. – 2002. – № 1. – С. 68–84.

149. Снігурська Л. Огляд змін у МСФЗ щодо обліку фінансових інструментів та формування фінансової звітності, запланованих на 2010–2011 роки / Л. Снігурська // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1. – С. 44–52.

150. Снігурська Л. Огляд змін у МСФЗ щодо обліку фінансових інструментів та формування фінансової звітності, запланованих на 2011 рік / Л. Снігурська // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 2. – С. 34–40.

151. Трохименко Т. Інформаційне навантаження фінансової звітності комерційних банків / Т. Трохименко // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10. – С. 56–58.

152. Хорнгрєн Ч. Т. Бухгалтерський учет: управленческий аспект ; пер. с англ. / Ч. Т. Хорнгрєн, Дж. Фостер. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 416 с.

153. <http://www.bank.gov.ua> [Електронний ресурс] / Сайт Національного банку України.

154. Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations-OECD Publishing , 2001.

155. Paying Taxes: The global picture 2012 / Pricewaterhouse Coopers, World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.doingbusiness.org/reports/thematic-reports/paying-taxes>.

156. Офіційний сайт Doing Business [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/paying-taxes>.

157. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/page>.

158. Nendick Emma. Transfer pricing and thin-capitalization rules extend to domestic transactions / Emma Nendick // International Tax Review. – 2004. – May. – P. 99–101.

159. Edelstein Andrés. What the new transfer pricing and thin-capitalization rules mean / Edelstein Andrés and Wunder Gustavo // International Tax Review. – 2004. – September. – P. 36–37.

160. Looks Christian. Thin-capitalization rules and the arm's length test / Christian Looks, Crüger Arwed and Thaden von Bernhard // International Tax Review. – 2005. – June. – P. 96–99.

161. Dodd Jane. Transfer pricing enquiries / Jane Dodd // International Tax Review. – 2008. – September. – P. 103–104.

162. Fris Pim. How transfer pricing can create value / Pim Fris, Jean-Sébastien Lénik // International Tax Review. – 2007. – January. – P. 21–26.

163. Robertson-Kellie Julian. How transfer pricing strategy can contribute to value leakage / Julian Robertson-Kellie, Shiv Mahalingham // International Tax Review. – 2006. – May. – P. 51–52.

164. Савченко Т. Г. Трансфертне ціноутворення як інструмент управління процентним ризиком банку / Т. Г. Савченко, О. М. Пожар // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 7. – С. 30–38.

165. Andre Shih. Transfer Pricing: Pitfalls in Using Multiple Benchmark Yield Curves / Andre Shih, David Crandon, Steven Wofford // Journal of Performance Management. – 2004. – July. – P. 33–46.

166. Kawano Randall T. Funds Transfer Pricing / Randall T. Kawano // Journal of Performance Management. – 2005. – Nov. – P. 35–43.

167. Bowers Thomas E. / Thomas E. Bowers // Journal of Performance Management. – 2006. – Mar. – P. 26–44.

168. Kimball Ralph C. Innovations in performance measurement in banking / Ralph C. Kimball // New England Economic Review. – 1997. – June. – P. 23–39.

169. Сайт ставок LIBOR [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bbalibor.com/bbalibor-explained/faqs>.

170. Сайт ставок EURIBOR [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.euribor-rates.eu/what-is-euribor.asp>.

171. Офіційний сайт Банку Росії [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://cbr.ru/mkr_base.

172. ПАТ “Кредитпромбанк”. Річна фінансова звітність за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://kreditprombank.com/ua/about/reporting/annual-financial-report>.

173. ПАТ “ВТБ БАНК”. Річний фінансовий звіт за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // http://vtb.com.ua/about/information/fin_report/.

174. АТ “УКРСИББАНК”. Фінансова звітність за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.ukrsibbank.com/uk/pid1534/financial-reports.html>.

175. Сайт Национальной валютной ассоциации [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.nva.ru/nva/indicators>.

176. Сайт Московской Международной валютной ассоциации [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.mmva.ru/ribor/>.

177. Karr John. Performance Measurement in Banking: Beyond ROE / John Karr // Journal of Performance Management. – 2005. – November. – P. 56–70.

178. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / ред. А. В. Чугунов ; А. А. Лобанов. – Изд. 2-е. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 878 с.

179. Kipkalov Alexander. Transfer pricing capital / Alexander Kipkalov // Journal of Performance Management. – 2004. – March. – P. 38–46.

180. Thomas George. The Role and Significance of Funds Transfer Pricing in RAROC Models / George Thomas // Journal of Performance Management. – 2006. – November. – P. 25–40.

181. Доунс Дж. Финансово-инвестиционный словарь / Дж. Доунс, Дж. Эллиот Гудман ; пер. 4-го англ. изд.- М.: ИНФРА-М, 1997.-586 с.

182. Савченко Т. Г. Трансфертне ціноутворення, як інструмент управління процентним ризиком банку / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей XI Всеукраїнської науково-практичної конференції. - Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. - Т. 2. - С. 107-109.

183. Розенберг Д. М. Бизнес и менеджмент : терминологический словарь / Д. М. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 464 с.

184. Современный финансово-кредитный словарь / под. общ. ред. М. Г. Лапусты, П. С. Никольского. – 2-е изд., доп. – М. : ИНФРА-М, 2002. – 567 с.

185. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

186. Mishkin Frederic. The Economics of Money, Banking and Financial Markets / Frederic Mishkin. – 6 th ed : New York : Mc Graw-Hill,Inc, 2001.

187. Ritter Lawrence. Gregory Principles of Money, Banking, and inancial Markets / Ritter Lawrence, Silber, William Udell. – New York : Mc Graw-Hill,Inc, 2000.

188. Johnson Hazel. Financial institutions and markets / Johnson Hazel // A global perspective New York : Irwin, Inc, 1993.

189. Rose Peter. Money and Capital Markets / Peter Rose. – 8th ed. : New York : Mc Graw-Hill,Inc, 2003.

190. Hubbard R. Glenn Money the financial system, and the economy / R. Hubbard. – 4th ed. : Person Education, Inc, 2001.

191. Міщенко В. І. Монетарні трансмісійні механізми та їх вплив на забезпечення відтворювальних процесів в економіці України / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Стратегія монетарної політики. проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.

192. Міщенко В. І. Особливості формування попиту на гроші в умовах недосконалої конкуренції / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

193. Методологічний коментар // Статистичний бюлетень НБУ (електронне видання) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51441>

194. Б. Дунаев. Государственное регулирование банковского равновесия / Б. Дунаев // Финансовые риски. – 2008. – № 3–4. – С. 69–78.

195. Taylor John B. 1993. Discretion versus policy rules in practice 1993 / John B. Taylor. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39:195–214.

196. Taylor John B. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies / John B. Taylor. 1993 // Conference “Stabilization and Monetary Policy: The International Experience,” November 14–15, 2000.

197. Taylor John B. A. Historical Analysis of Monetary Policy Rules [Електронний ресурс] / John B. Taylor // University of Chicago Press. – 1999. – January. – Режим доступу : // <http://www.nber.org/chapters/c7419>.

198. Brayton Flint, 1997. The evolution of macro models at the Federal Reserve Board / Flint Brayton, Levin Andrew, Tryon Ralph and John Williams // Curnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 47: 43–81.

199. Clarida R. Monetary policy rules and macroeconomic stability / R. Clarida, J. Gali and M. Gertler. 1998. Evidence and some theory. NBER Working Paper no. 6442. Cambridge, Mass : National Bureau of Economic Research.

200. Clarida R. 1998. Monetary policy rules in practice: Some international evidence / R. Clarida, J. Gali and M. Gertler // *European Economic Review* 42: 1033-67.

201. McCallum Bennett T. (1988). Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy / Bennett T. McCallum // *Carnegie Rochester Conference on Public Policy*, 29: 173–203.

202. McCallum B. T. Performance of Operational Policy Rules, in an Estimated Semiclassical Structural Model [Електронний ресурс] / B. T. McCallum, E. Nelson // *University of Chicago Press*. – 1999. – January. – Режим доступу : // <http://www.nber.org/chapters/c7413>.

203. Brash Don (1999), Inflation targeting: Is New Zealand's experience relevant to developing countries? / Don Brash. The sixth L.K Jha Memorial Lecture, June.

204. Ball Laurence (1999). Policy Rules for Open Economies, in John B. Taylor (Ed.) *Monetary Policy Rules* / Ball Laurence. *University of Chicago Press*.

205. Batini Nicolleta (2000). Monetary Policy Rules for Open Economies / Nicolleta Batini, Richard Harrison and Stephen Millard (2000) / *Bank of England Working Paper*, September.

206. Svensson Lars E. O. (2000), Open-Economy Inflation Targeting / Lars E. O. Svensson // *Journal of International Economics*, forthcoming. 50, 155–183.

207. Freedman Charles. 1994. The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada. In *Frameworks for monetary stability*, ed. Tomas J. T. Balino and Carlo Cottarelli / Charles Freedman. – Washington D. C. : *International Monetary Fund*.

208. Gerlach Stefan. 1996. MCIs and monetary policy in small open economies under floating exchange rates / Stefan Gerlach and Franks Smets. *Basel* : *Bank for International Settlements*, November.

209. Duguay Pierre. 1994. Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada: An aggregate approach / Pierre Duguay // *Journal of Monetary Economics* 33 (February): 39-61.

210. Longworth David J. 1986. A comparison of alternative monetary policy regimes in a small dynamic open-economy simulation model / David J., Longworth and Stephen S. Poloz. 1986 // *Bank of Canada Technical Report no. 42*. *Ottawa*: *Bank of Canada*, April.

211. Gruen David. 1994. Internationalisation and the macroeconomy. In *International integration of the Australian economy*, ed. Philip Lowe and Jacqueline Dwyer / David Gruen and Geoffrey Shuetrim. 1994. *Sydney* : *Reserve Bank of Australia*.

212. Моисеев С. Р. Правила денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 16. – С. 37–47.

213. Batini N. Monetary Condition Indices for the UK: A survey / N. Batini and K. Turnbull // External MPC Unit Discussion Paper. – 2000. – № 1. – September.

214. Kennedy N. Monetary Conditions Index for the Major EU Countries: a Preliminary Investigation / N. Kennedy and A. A. Van Riet // European Monetary. – 1995. – November.

215. Orphanides A. Taylor Rules / A. Orphanides // Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board. Washington D. C., January 2007.

216. Nelson Edward UK monetary policy 1972-97 : a guide using Taylor rules // Bank of England, 2000.

217. Amos Peters. Exchange rate targeting in an estimated small open economy / Peters Amos // University of North Carolina at Chapel Hill. – 2009. – April 21.

218. Ireland P. N. (2003) Endogenous Money or Sticky Prices / P. N. Ireland // Journal of Monetary Economics, 50: 1623-1648.

219. Levin A. 2003. The Performance of Forecast-based Monetary Policy Rules under Model Uncertainty / A. Levin, V. Wieland, J. C. Williams // American Economic Review 93(3), 622-645, June.

220. Taylor John B. The Explanatory Power of Monetary Policy Rules / John B. Taylor / Adam Smith Award Lecture at the NABE Annual Meeting. September 10, 2007, San Francisco, California // Business Economics, October 2007.

221. Taylor John B. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong / John B. Taylor // Stanford University, November 2008.

222. Van Lear William. A review of the rules versus discretion debate in monetary policy / William Van Lear // Eastern economic journal, vol. 26. – 2000. – № 1.

223. Schmitt-Grohe Stephanie. Optimal Simple and Implementable Monetary and Fiscal Rules / Stephanie Schmitt-Grohe and Martin Uribe // Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 2007-24, December 2007.

224. Nelson Edward. Friedman and Taylor on Monetary Policy Rules: A Comparison / Edward Nelson // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2008; 90(2) – P. 95–116.

225. Côté Denise. The Role of Simple Rules in the Conduct of Canadian Monetary Policy / Denise Côté, Jean-Paul Lam, Ying Liu and Pierre St-Amant / Department of Monetary and Financial Analysis // Bank of Canada review, summer 2002.

226. Cateau Gino. Monetary Policy Rules in an Uncertain Environment / Gino Cateau and Stephen Murchison / Canadian Economic Analysis Department // Bank of Canada review, spring 2010.

227. Taylor John B. (2009). Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis / John B. Taylor. Hoover Institution Press.

228. Тихонов А. О. Современная денежно-кредитная политика / А. О. Тихонов // Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь. – 2002. – Январь. – С. 11–13.

229. Гриценко А. А. Стабільність грошової одиниці і вплив її забезпечення / А. А. Гриценко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002 – 270 с.

230. Джилл Хеммонд. Встановлення цільових орієнтирів інфляції / Хеммонд Джилл // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002 – 270 с.

231. Bernanke B. S. (1999). Inflation Targeting: Lessons from the International Experience Princeton University / B. S. Press, Laubach T. Bernanke, F. S. Mishkin and A. S. Posen.

232. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу // <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/index.en.html>.

233. Корабліна С. О. Визначення рівня інфляції: проблеми вибору орієнтирів / С. О. Корабліна // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.

234. Савченко Т. Г. Етапи розробки експліцитного монетарного правила для економіки України / Т. Г. Савченко // Проблеми державного управління фінансово-економічною системою національної економіки : зб. тез доповідей І міжн. наук.-практ. конф. – Донецьк : ДонДУУ. – 2012. – С. 136–139.

235. Яременко С. А. Выбор приоритетов в монетарной политике на разных этапах экономического развития / С. А. Яременко // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

236. Чарльз Інок. Україна – можливості та проблеми монетарної політики / Чарльз Інок // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

237. Кораблин С. А. Ценовая стабильность: некоторые теоретические предпосылки и практические приложения / С. А. Кораблин // Монетарна

політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

238. Кричевська Т. О. Середньострокова стратегія монетарної політики як новітній монетарний інститут: досвід країн Східної та Центральної Європи / Т. О. Кричевська // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

239. Офіційний сайт Центру адаптації державної служби до стандартів Європейського Союзу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.center.gov.ua/storinki-gap/rezultati-roboti.html>.

240. Єпіфанов А. О. Інфляційне таргетування в Україні: реальність чи теоретична концепція? А. О. Єпіфанов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIV Всеукраїнської науково-практичної конференції (27–28 жовтня 2011 р.) в 2 т. / ДВНЗ “УАБС НБУ”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2011. – Т. 1. – С. 9–10.

241. Ukraine: letter of intent and memorandum of economic and financial policies [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>.

242. Програма економічних реформ на 2011–2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // http://www.president.gov.ua/docs/Programa_reform_FINAL_2.pdf.

243. Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of Current Arrangement [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>.

244. First Review Under the Stand-By Arrangement [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>.

245. Офіційний сайт Федеральної резервної системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=N10>.

246. Офіційний сайт Євростату [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.

247. Federal Reserve Act. Section 2A. Monetary Policy Objectives. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>.

248. What is an acceptable level of inflation? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // http://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm.

249. Основні тенденції валютного ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58039.

250. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт за III кв. 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=84561>.

251. Козюк В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР / В. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 19–24.

252. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 2-7.

253. О. Петрик. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України / О. Петрик, Ю. Половнєв // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 8–14.

254. О. Шаров. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 15–18.

255. О. Петрик. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 3. – С. 12–39.

256. Про визначення Національним банком України процентних ставок за своїми операціями [Електронний ресурс] тимчасове положення : затверджене постановою Правління НБУ від 27.04.2001 № 183. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

257. Юрій Половнєв. Оцінка циклів ділової активності української економіки / Юрій Половнєв, Сергій Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 8. – С. 4–8.

258. Ніколайчук Сергій. Оцінка рівноважних та циклічних компонент макроекономічних показників за допомогою фільтра Кальмана / Сергій Ніколайчук, Євген Марійко // Вісник Національного банку України. – 2007. – №5. – С. 58–64.

259. Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [Електронний ресурс] : положення : затверджене постановою Правління НБУ від 12.11.2003 № 496. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

260. Про внесення змін до положення “Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів” [Електронний ресурс] : постанова Правління НБУ від 30.04.2009 № 264. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

261. Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та банківських металів [Електронний ресурс] : постанова Правління НБУ від 04.11.2008 № 351. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

262. Про внесення змін до положення “Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів” [Електронний ресурс] : постанова Правління НБУ від 15.09.2004 № 438. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

263. Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. І. Міщенко, А. В. Семик, Р. С. Лисенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, УАБС НБУ, 2010. – 96 с.

264. Міщенко В. І. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П. Кулінець та ін. : науково-аналітичні матеріали. – К. : НБУ; Центр наукових досліджень, 2010. – Випуск 15. – 124 с.

265. Порядок проведення Національним банком України операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах “своп” [Електронний ресурс] : затверджений постановою Правління Національного банку України від 05.12.2011 № 434. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

266. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік [Електронний ресурс] : схвалені рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2009 № 10. – Режим доступу : // http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU.

267. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення / П. Матвієнко // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 1. – С. 29–32.

268. Яременко О. Л. Особливості монетарних процесів в Україні в 2001–2003 рр. / О. Л. Яременко // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

269. Леонов С. В. Вплив рівня монетизації економіки України на можливості формування та ефективного використання інвестиційного потенціалу банківської системи / С. В. Леонов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – Вип. 27. – С. 168–178.

270. Шевчук В. О. Вплив монетизації валютних резервів НБУ на макроекономічні показники української економіки / В. О. Шевчук // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

271. Мунтіян В. І. Монетарна політика в контексті економічної безпеки / В. І. Мунтіян // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.

272. Геєць В. М. Економічна динаміка та монетарна політика / В. М. Геєць // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.

273. Мазярчук В. М. Рівноважне значення гривні та його вплив на макроекономічну ситуацію в Україні / В. М. Мазярчук // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.

274. Hodrick Robert J. Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation / Robert J. Hodrick, C. Edward / Northwestern University. Discussion Paper #451. May 1981. – 26 p.

275. Robert Hodrick. Prescott (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation / Robert Hodrick and C. Edward // Journal of Money, Credit and Banking.

276. Maravall Agustín (2001). Time Aggregation and the Hodrick-Prescott Filter / Agustín Maravall and Ana del Rio / Banco de España.

277. Hyeongwoo Kim. Hodrick-Prescott Filter / Kim Hyeongwoo. March 12, 2004.

278. Eduardo Ley. The Hodrick-Prescott Filter. Knowledge Brief for Bank Staff / Ley Eduardo / The World Bank. December 17, 2006.

279. Hildegart Ahumada. Hodrick-Prescott Filter in Practice / Ahumada Hildegart, María Lorena Garegnani. – 1999. – April. – 25 p.

280. Regina Kaiser. Estimation of the business cycle: A modified Hodrick-Prescott filter / Regina Kaiser, Agustín Maravall. – Span. Econ. Rev. 1, 175–206 (1999). – 32 p.

281. Razzak W. A. The output gap using the Hodrick-Prescott filter with a non-constant smoothing parameter: an application to New Zealand / W. A. Razzak and Dennis Richard // Reserve Bank of New Zealand. Australian National University. – 1999. – 10 p.

282. Yossi Yakhin. Business Cycle Fluctuations and the Hodrick-Prescott Filter / Yakhin Yossi / Department of Economics. Ben-Gurion University. – 5 p.

283. Bureau of Economic Analysis. US Department of Commerce [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>.

284. Ивченко Николай. Динамика валют стран СНГ и Восточной Европы в 2011 году. FOREX CLUB [Электронный ресурс] / Николай Ивченко. – Режим доступа : // <http://www.forexclub.ua>.

285. Engel James. Business Cycle Dating Programs (BBQ). Matlab (zip, 11kb) [Электронный ресурс] / James Engel. – Режим доступа : // <http://www.ncer.edu.au/data>.

286. Everts Martin. Duration of Business Cycles [Электронный ресурс] / Martin Everts / University of Bern, 2006. – Режим доступа : // <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1219/>.

287. Harding Don. Dissecting the Cycle / Don Harding and Pagan Adrian / Melbourne Institute Working Paper No 13/99, May 1999.

288. Harding Don. Measurement of Business Cycles / Don Harding and Pagan Adrian / Melbourne Institute Working Paper, June 2006.

289. Перспективы развития мировой экономики. кризис и подъем / МВФ, апрель 2009. – 250 с.

290. International Monetary Fund (IMF). 2008, World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries (Washington, October).

291. International Financial Statistics [Электронный ресурс]. – International Monetary Fund. May 2012 – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM). – Систем. вимоги: 90 MHz, 16 MB RAM; Windows 95 (98, XP).

292. Mohanty Jaya. Business cycles and leading indicators of industrial activity in India. Published in: Reserve Bank of India, 2003 [Электронный ресурс] / Jaya Mohanty, Bhupal Singh and Rajeev Jain. – Режим доступа : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12149>.

293. National Bureau of Economic Research. Information on Recessions and Recoveries, the NBER Business Cycle Dating Committee, and related topics. [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.nber.org/cycles/main.html>.

294. Vošvrda Miloslav S. Economic Cycles Theory: Spencer moving average [Электронный ресурс] / Miloslav S. Vošvrda. – Режим доступа : // <http://vosyrdaweb.utia.cas.cz/cykly/Downloads%204/Economic%20Cycles%204.pdf>.

295. Wynne Mark A. Are deep recessions followed by strong recoveries? Results for the G-7 countries / Mark A. Wynne and Nathan S. Balke / Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper, 1995. – September.

296. Bernanke Ben S., 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / Ben S. Bernanke // Journal of Economic Perspectives, Vol. 9. – P. 27–48.

297. Duenwald Christoph. Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine / Christoph Duenwald, Nikolay Gueorguiev, Andrea Schaechter / IMF Working Paper, June 2005. – 33 p.

298. О Центральном банке Российской Федерации [Электронный ресурс] : Федеральный закон Российской Федерации. Москва, 10 июля 2002 г. – Режим доступа : // http://www.cbr.ru/today/status_functions/law_cb.pdf.

299. Friedman Milton. 1963. A Monetary History of the United States, 1867–1960 / Milton Friedman and Anna J. Schwartz. Princeton, New Jersey: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research.

300. Friedman Milton. 1975. Money and Business Cycles / Milton Friedman and Anna J. Schwartz // The State of Monetary Economics. – P. 32–78.

301. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.cbr.ru/dkp/?Prtid=DKP>.

302. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // <http://www.cbr.ru/dkp/?Prtid=DKP>.

303. International Monetary Fund (IMF), 2002, World Economic Outlook: Recessions and Recoveries (Washington, April).

304. О Национальном банке Республики Казахстан : Закон Республики Казахстан от 30 марта 1995 года № 2155 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // <http://www.nationalbank.kz/?docid=41>.

305. Mendoza Enrique, 2008. An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data / Mendoza Enrique and Marco E. Terrones. NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

306. National accounts main aggregate database of The Economic Statistics Branch of the United Nations Statistics Division [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://unstats.un.org/unsd/snaama/selbasicFast.asp>.

307. National Bank of the Republic of Kazakhstan, 2010, Financial Stability Report of Kazakhstan [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nationalbank.kz/?docid=577>.

308. Official site of the National Bank of the Republic of Kazakhstan [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nationalbank.kz/?switch=eng>.

309. Official site of the Interstate Statistical Committee of the Commonwealth of Independent States [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.cisstat.com/eng/index.htm>.

310. Peersman Gert. 2001. Are the Effects of Monetary Policy Greater in Recessions than in Booms? / Gert Peersman and Frank Smets, 2001. ECB Working Paper No. 52 (Frankfurt: European Central Bank).

311. Rajan Raghuram. 1998. Financial Dependence and Growth / Raghuram Rajan and Zingales Luigi // American Economic Review, Vol. 88 (June) – P. 559–86.

312. Romer Christina D. 1989. Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz. / Christina D. Romer and David Romer, in NBER Macroeconomics Annual, Vol. 4, ed. by Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

313. Schwartz Anna J. November 2002. Asset Price Inflation and Monetary Policy / Anna J. Schwartz / NBER Working Paper No. 9321.

314. Основні тенденції грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038.

315. Wynne Mark A. September 1995. Are deep recessions followed by strong recoveries? Results for the G-7 countries / Mark A. Wynne and S. Balke Nathan / working paper, Federal Reserve Bank of Dallas.

316. Андреа Шехтер. Кредитний бум в Україні: ризики для стабільності фінансового сектора/Андреа Шехтер/Аналитический отчет МВФ. - 2004.- 23 с.

317. Гальчинський А. Основи кейнсіанської моделі регулювання економічного циклу. Питання теорії / А. Гальчинський // Вісник Національного банку України. – 2009 – № 1 – С. 3–8.

318. Геєць В. М. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи / В. М. Геєць // Економіка України – 2009. – № 2. – С. 5–24.

319. Головнин М. Ю. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации / М. Ю. Головнин // Вопросы экономики. – 2009. – № 4. – С. 42–59.

320. Концепция развития финансового сектора Республики Казахстан в посткризисный период [Электронный ресурс] : Указ Президента Республики Казахстан от 01.02.2010 № 923. – Режим доступа : <http://www.nationalbank.kz/index.cfm?docid=382>.

321. Національний банк України, 2003. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2004.pdf.

322. Національний банк України, 2007. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2008.pdf.

323. Національний банк України, 2009. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2010.pdf.

324. Национальный банк Республики Беларусь. Документы по операциям НБРБ [Электронный ресурс]. - Режим доступа : <http://www.nbrb.by/mp/chart.asp>.

325. Об обязательных резервах кредитных организаций [Электронный ресурс] : положение Банка России от 07.08.2009 № 342-П. – Режим доступа : http://www.cbr.ru/analytics/standart_system/print.asp?file=r_res_ratios_2.htm.

326. О минимальных резервных требованиях. Правила от 27.05.2006 № 38 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.nationalbank.kz/cont/publish142954_3030.pdf.

327. О порядке формирования банками и небанковскими кредитно-финансовыми организациями фонда обязательных резервов, размещаемого в Национальном банке Республики Беларусь [Электронный ресурс] : инструкция от 28.12.2006 № 225. – Режим доступа : http://www.nbrb.by/mp/pdf/reserve_req.pdf.

328. О принципах регулирования текущей ликвидности банков Республики Беларусь Национальным банком Республики Беларусь [Электронный ресурс] : положение от 05.03.2008 № 64. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/mp/principles.asp>.

329. Программа развития банковского сектора экономики Республики Беларусь на 2006–2010 годы [Электронный ресурс] : Указ Президента Республики Беларусь от 15.01.2007 № 27 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/publications/banksectordev06-10.pdf>.

330. Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс] : постанова Правління НБУ від 20.04.2010 № 210. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.

331. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: кредитний та процентний канали / А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10.

332. Анісімова О. Ю. Коригування зовнішніх дисбалансів платіжного балансу (на прикладі розвинутих країн) : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.02 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини / Анісімова О. Ю. ; КНУ ім. Тараса Шевченка. – К. : [Б. В.], 2008. – 22 с.

333. Литвицький В. Ребаланс – 2007 / В. Литвицький // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 5. – С. 3–11.

334. Ніколайчук С. Аналіз стійкості дефіциту поточного рахунку платіжного балансу України / С. Ніколайчук, Н. Шаповаленко // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 9. – С. 11–20.

335. Ніколайчук С. Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу: оцінка прийняттого рівня для України / С. Ніколайчук, Н. Шаповаленко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – С. 74–88.

336. Пищик П. В. Регулирование платежного баланса и проблема макроэкономического равновесия / П. В. Пищик // Деньги и кредит. – 2002. – №8. – С. 38–44.

337. Чуракова И. Ю. Платежный баланс в системе опережающих индикаторов внешней среды / И. Ю. Чуракова // Финансовый менеджмент. – 2010. – № 5. – С. 60–75.

338. Швандар К. В. Мировой кризис сквозь призму платежного баланса и конкурентоспособности / К. В. Швандар // Банковское дело. – 2009. – № 5. – С. 54–61.

339. Савченко Т. Г. Циклічність розвитку економічних процесів у країнах СНД / Т. Г. Савченко // Problems of design and development of human communities self-organization forms: digest of the IV International scientific and practical conference. – Kiev, London. – April 21–28, 2011. – С. 193–197.

340. Савченко Т. Г. Застосування антициклічної грошово-кредитної політики Національним банком України / Т. Г. Савченко // Фінансові та соціально-політичні проекти модернізації суспільства в умовах відновлення економічного зростання : матеріали V Міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь (Люблін) : Національний університет ДПС України. – 2011. – С. 124–126.

341. Savchenko T. G. Countercyclical monetary policy in major economies of the former Soviet Union / T. G. Savchenko / Міжнар. банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24–25 травня 2012 р.). – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – Т. 1. – С. 50–51.

342. Balance of Payments and International Investment Position Manual, sixth edition [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

343. Городецька Т. Е. Оподаткування в системі факторів макроекономічної рівноваги в умовах ринкової трансформації : дис. ... канд. екон. наук: 08.00.01 / Городецька Тетяна Едуардівна. – Х., 2008. – 207 с.

344. Діденко М. М. Формування рівноваги АПК в умовах ринкової трансформації економіки України : дис. ... д-ра екон. наук: 08.01.01 / Діденко Микола Маркович. – К., 1998. – 433 с.

345. Кораблін С. О. Рівновага і пропорційність в економіці : автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.02.01 / Кораблін Сергій Олександрович. – К., 1995. – 34 с.

346. Джозеф Е. Стігліц. Економіка державного сектору / Джозеф Е. Стігліц ; пер. з англ. – К. : Основи, 1998. – 854 с.

347. Савченко Т. Г. Оцінювання ефективності інструментів валютного регулювання в Україні / Т. Г. Савченко, М. А. Єпіфанова // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 2. – С. 161–170.

348. Савченко Т. Г. Дослідження економічних циклів найбільших економік СНД на основі процедури Брай-Бошена / Т. Г. Савченко, І. П. Манжула // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 9. – С. 289–299.

349. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб [Електронний ресурс] : закон України від 23.02.2012 року №4452-VI – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.

350. Аржевітін С. Чому і як слід реформувати систему гарантування вкладів / С. Аржевітін // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 11. – С. 3–7.

351. Влияние систем страхования вкладов на развитие банковского сектора на примере Казахстана, России и Украины [Электронный ресурс] / Агентство по страхованию вкладов Российской Федерации. – Режим доступа : <http://www.asv.org.ru/insurance/analytics/001/>

352. Управление системами страхования депозитов: руководство, [Электронный ресурс] / Комитет по исследованиям и руководствам Международной ассоциации страховщиков депозитов – Режим доступа : <http://www.asv.org.ru/insurance/experience/iadi/>

353. Mayes David G. 2007. The CIS – does the regional hegemon facilitate monetary integration? / David G Mayes and Vesa Korhonen // Bank of Finland Discussion Papers №16.

354. Drobyshevsky S. The Perspectives on a Currency Union in the CIS / S. Drobyshevsky, D. Polevoy [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2005/16170305>

355. Люкевич И. Н. Перспективы рубля как резервной валюты / И. Н. Люкевич // Валютное регулирование и валютный контроль. – 2011. – №3 – С. 13-24.

356. Полевой Д.И. Теоретические основы валютной интеграции на пространстве СНГ: автореф. дис. ... канд. экон. наук / Полевой Д.И. – Москва, 2007. – 24 с.

357. Манцуров І.Г. Статистика економічного зростання та конкурентоспроможності країни: монографія / І.Г. Манцуров – К: КНЕУ, 2006. – 396 с.

358. Єріна А. М. Статистичні індикатори платоспроможності країни / А. М. Єріна, Д. Л. Єрін // Наукові записки НаУКМА. – 2003. – Т. 22, ч. 2.

359. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України: монографія / В. Шевчук – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.

360. Шевчук В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика: монографія / В. Шевчук – Львів: Кальварія, 2008. – 734 с.

361. Шевчук В. Монетарні ефекти платіжного балансу і ремонетизація української економіки / В. Шевчук, З. Атаманчук, Н. Черкас // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 3. – С. 67-75.

362. Курза Ю., Рогач Ф. До системи валютних курсів / Ю. Курза, Ф. Рогач // Вісник НБУ. – 2010. – №8. – С. 34-39.

363. А.А. Задоя Валютный индекс и внешнеэкономическая деятельность / Задоя А.А. // Академічний огляд. – 2011. – № 1 (34). – С. 107-115.

364. Calvo Guillermo A. The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries / Guillermo A. Calvo, Frederic S. Mishkin // NBER Working Paper No. 9808 June, 2003.

365. Основні методичні положення розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51855>

366. Тараненко І.В. Цінова конкурентоспроможність країни через призму реального обмінного курсу: уроки крзи. / І.В. Тараненко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2009. – №1(6). – С. 169-181.

367. Matthieu Bussiere. Towards a new early warning system of financial crises / Bussiere Matthieu, Fratzscher Marcel // ECB Working Paper WP/05/145, 2002.

368. Лисенко Р.С. Вплив макроекономічних факторів на стійкість фінансової системи України / Р.С. Лисенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. Т. 16. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – С. 173-181.

369. Frankel Jeffrey A. On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials / Jeffrey A. Frankel // The American Economic Review. – 1979. – No. 4, Sep. – P. 610-622.

370. Meese Richard Was it Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation Over the Modern Floating-Rate Period / Richard Meese and Kenneth Rogoff // The Journal of Finance. – 1988. – No. 4, Sep. – P. 933-948.

371. Савченко Т. Г. Вплив стану платіжного балансу та банківської системи на формування макроекономічної рівноваги / Т. Г. Савченко // Міжнародна банківська конкуренція: зб. тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 156–158.

372. Савченко Т. Г. Закордонний та вітчизняний досвід урівноваження платіжного балансу держави / Т. Г. Савченко // Актуальні проблеми зовнішньоекономічної діяльності та митної справи в умовах глобалізації: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Дніпропетровськ : Академія митної служби України. – 2010. – С. 296–298.

373. Журавка Ф.О. Прогнозування валютного курсу як один із інструментів хеджування валютного ризику / Ф.О. Журавка, І.С. Русаненко // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 49–58.

374. Eduardo Levy-Yeyati. Exchange rate regimes and economic performance / Levy-Yeyati Eduardo, Sturzenegger Federico / UTDT, CIF Working Paper No. 2/01 - February 2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263826

375. Edison Hali J. A re-assessment of the relationship between real exchange rates and real interest rates: 1974–1990 / Hali J. Edison and B. Dianne Pauls // Journal of Monetary Economics – 1993 . – April . – P. 165–187.

376. Baxter Marianne. Real exchange rates and real interest differentials: Have we missed the business-cycle relationship? / Marianne Baxter // Journal of Monetary Economics . – 1994. – February. – P. 5–37

377. Interest rate parity [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Interest_rate_parity#Uncovered_interest_rate_parity

378. Lane Philip R. Financial Exchange Rates and International Currency Exposures / Philip R. Lane, Jay C. Shambaugh / Discussion Paper of the Deutsche Bundesbank - Series 1: Economic Studies ,2008 – September.

379. Маньковська Марія, Джуччі Рікардо. Технічна записка щодо методології розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу/ Марія Маньковська, Рікардо Джуччі / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій в Україні та Німецька консультативна з питань економічних

реформ – Київ, липень 2002 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ier.com.ua/ua/publications/consultancy_work/?pid=1864

380. Кияк А. Т. Особливості розрахунку реального ефективного обмінного курсу національної валюти України / А.Т. Кияк // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Т. 7. – Суми : ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ", 2003. – С. 32-37.

381. Прямі іноземні інвестиції в Україну / сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

382. Платіжний баланс і зовнішній борг України II квартал 2012 року / Щоквартальне аналітично-статистичне видання Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.

383. База даних Світового банку / World Development Indicators & Global Development Finance [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>

384. Статистична база даних ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode=KEI#>

385. Foreign Direct Investment in the United States / U.S. Department of Commerce, June 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.esa.doc.gov/sites/default/files/reports/documents/fdiesaisssuebriefno2061411final.pdf>

386. Klein M.W. The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: relative wealth vs. relative wage effects / M.W. Klein, E. Rosengren // Journal of international Economics. – 1994. – May. – P. 373–389.

387. Rebecca L. Driver, Peter F. Westaway. Concepts of equilibrium exchange rates / Driver Rebecca L., Westaway Peter F. / Working Paper №248, Bank of England, 2004 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/workingpapers/wp248.pdf>

388. Савченко Т.Г. Банківська система у формуванні та підтриманні рівноважних станів в економіці: монографія / Т. Г. Савченко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 368 с.

389. Savchenko T.G. Banking system of Ukraine: the creation and further development / Yepifanov A.O., Shkolnyk I.O., Savchenko T.G. // Basel II: problems and prospects of usage in national banking systems. monograph /under the editorship of Anatoliy Yepifanov, Inna Shkolnik. - Sumy: SHEI «UAB NBU», 2010. – P.217-228

390. Савченко Т.Г. Інформаційне забезпечення банківського менеджменту / Т.Г.Савченко // Банківський менеджмент: питання теорії та практики:

монографія / [О. А. Криклій, Н. Г. Маслак, О. М. Пожар та ін.] – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. – 152 с.

391. Савченко Т.Г. Використання трансфертного ціноутворення для підвищення рівня об'єктивності оцінки банківського бізнесу в Україні / Т.Г.Савченко // Вартість банківського бізнесу: монографія / [А. О. Єпіфанов, С. В. Леонов, Й. Хабер та ін.] ; за заг. ред. д-ра екон. наук А.О. Єпіфанова та д-ра екон. наук С. В. Леонова. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011.– С. 232-261.

392. Савченко Т.Г. Значення ризик-менеджменту у забезпеченні рівноваги банку / Т.Г. Савченко, Л. Ковач // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012.– С. 71-82.

393. Савченко Т.Г. Вплив трансфертного ціноутворення на податковий ризик та достатність капіталу банку / Т.Г. Савченко, Л. Ковач // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012.– С. 177-194.

394. Савченко Т.Г. Звітність банку / Т.Г. Савченко // Облік у банку: підручник / [Коренєва О.Г., Маслак Н.Г., Слав'янська Н.Г. та ін.] – Суми: Університетська книга, 2012. – С. 543–600.

395. Савченко Т.Г. Платіжний баланс країн світу / Т.Г. Савченко // Міжнародні фінанси: навч. посіб./ [І.І. Д'яконова, М.І. Макаренко, Ф.О. Журавка та ін.]; за ред. М.І. Макаренка та І.І. Д'яконової. – К.: «Центр учбової літератури», 2013. – С. 197–218.

396. Савченко Т.Г. Застосування трансфертного ціноутворення за узгодженими строками для управління процентним ризиком банку. / Т.Г. Савченко, О.М. Пожар // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – №3. – С. 163-175.

397. Савченко Т.Г. Трансфертне ціноутворення у системі ризик-менеджменту банку. / Т.Г. Савченко, І.В. Белова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Вип. 24. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С.157-169.

398. Савченко Т.Г. Класифікація моделей економічної рівноваги. / Т. Г. Савченко, О.С. Качаєв // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – №2. – С. 22-30.

399. Савченко Т.Г. Трансфертне ціноутворення як інструмент забезпечення внутрішньобанківської рівноваги. / Т. Г. Савченко, Л.Д. Павленко // Економічний простір: Збірник наукових праць. – №39 – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2010. – С.134-148.

400. Савченко Т.Г. Вплив трансфертного ціноутворення на капіталізацію та вартість банків України / Т.Г. Савченко, С.В. Леонов // Проблеми перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Вип. 29. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 364-376.

401. Савченко Т.Г. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів / Т. Г. Савченко // Вісник Національного банку України. – 2011. – №6. – С.38-44.

402. Савченко Т.Г. Оцінка рівноваги платіжних балансів найбільших економік світу / Т.Г. Савченко, М.А. Ребрик // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Вип. 1 (10) Ч. II. – Харків: Харківський інститут банківської справи УБС НБУ, 2011. – С.111-120.

403. Савченко Т.Г. Банківська звітність як інформаційне забезпечення прийняття рішень суб'єктами грошового ринку. / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Вип. 32. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. – С.373-387.

404. Савченко Т.Г. Монетарні правила: досвід розробки та застосування. / Т. Г. Савченко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Вип. 2 (11). – Харків: Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ, 2011. – С.11-19.

405. Савченко, Т. Г. Структура механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці / Т. Г. Савченко // Економіка і регіон. – 2011. – № 4 (31). – С. 53-59.

406. Савченко Т.Г. Загальна характеристика базових елементів механізму впливу банківської системи на рівноважні стани у економіці / Т.Г. Савченко // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб. наук. праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – 411 с. – (серія — Економіка; вип. 218). – С.135-150.

407. Савченко Т.Г. Методологічні підходи до розробки монетарного правила в Україні. / Т.Г. Савченко // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №5. – С. 268-278.

408. Савченко Т.Г. Розвиток методів регулювання валютного ризику в контексті формування рівноваги банку. / Т.Г. Савченко, М.А. Ребрик // Культура народів Причорномор'я. – 2012. – №220. – С.84-89.

409. Савченко Т.Г., Реформа національної системи гарантування вкладів: ключові положення та перспективи розвитку / Т.Г. Савченко, С.М. Козьменко, І.О. Школьник // Вісник Національного банку України. – 2012. – №6. – С.14-21.

410. Савченко Т.Г. Інфляційне таргетування в Україні: проблеми впровадження та перспективи застосування. / Т. Г. Савченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – №1 (32). – С. 3-13.

411. Савченко Т.Г. Застосування фільтра Ходріка-Прескотта для визначення рівноважних значень макроекономічних параметрів. / Т.Г. Савченко, І.П. Манжула // Вісник СумДУ. Серія «Економіка» – 2012. – №2. – С.155-162.

412. Савченко Т.Г. Рівноважний реальний ефективний обмінний курс як орієнтир валютної політики НБУ. / Т.Г. Савченко // Фінансово-банківські механізми державного управління економікою України: зб. наук. Праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – 265 с. – (серія «Економіка»; вип. 236) – С.69-81.

413. Савченко Т. Г. Антициклічна монетарна політика у найбільших країнах СНД: порівняльний аналіз / Т. Г. Савченко // Економіка і регіон. – 2012. – №1 (32). – С. 86-98.

414. Савченко Т. Г. Методика комплексної оцінки рівноваги платіжного балансу. / Т. Г. Савченко // Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць. Вип. 12. – К., 2012. – С. 23-29.

415. Савченко Т.Г. Економічна оцінка доцільності валютної інтеграції України з найбільшими країнами СНД. / Т. Г. Савченко, М.А. Ребрик, Д.В. Казарінов // Вісник УАБС. – 2012. – №2 (33). – С. 26-35.

416. Kozmenko S. Countercyclical monetary policy in major economies of the Commonwealth of Independent States/ S. Kozmenko, T. Savchenko // Investment Management and Financial Innovations International Research Journal. – 2011. – №4. – P.8-20.

417. Kozmenko S. Assessment of financial convergence of Ukraine with the CIS countries and the European Union / S. Kozmenko, T. Savchenko, D. Kazarinov // Banks and Bank Systems. – 2012. – №4. – P.5-17.

418. Szavcsenko Tarasz G. A monetáris politikai alapösszefüggések kidolgozásának lépései az ukrán gazdaságban / Tarasz G. Szavcsenko // Hitelintézeti szemle – 2012. – №6. – P.545-555.

Додаток А

Основні модифікації монетарного правила Тейлора

Умовна назва	Аналітична форма правила монетарної політики	Особливості розробки та застосування
Узагальнене правило сформоване Тейлором для різних економік [197]	$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f$ де, r – короткострокова процентна ставка; π – ретроспективний рівень інфляції; y – процентне відхилення реального ВВП (Y) від тренду; g, h, r^f, π^* – константи.	Узагальнена Джоном Тейлором форма монетарного правила.
Модифікація Річарда Кларіда (Richard H. Clarida) [199; 200]	$r = \pi^* + gy_t + h(\pi_t - \pi^*) + r^f$ де, r – короткострокова процентна ставка; π^* – довгостроковий рівноважний рівень інфляції; y – відхилення реального ВВП від тренду, r^f – довгострокова рівноважна реальна ставка, $g, h,$ – константи.	Монетарне правило з використанням рівноважного рівня інфляції та чітким розподілом часових горизонтів при розрахунку складових правила.
Модифікація Петерса Амоса (Peters Amos) [217]	$\text{Log}(R_t / R) = \rho_y \log(y_t / y) + \rho_\pi \log(\pi_t / \pi) + \rho_\mu \log(\mu_t / \mu) + \rho_s \log(s_t / s) + \log(y_t)$ де, R_t – короткострокова процентна ставка; y_t – ВВП; π_t – інфляції; μ_t – ріст пропозиції грошей; s_t – реальний обмінний курс	Модифіковане правилом Тейлора використовується у структурній динамічній моделі малої відкритої економіки країн що розвиваються, апробоване на даних Південної Африки, Мексики, Індонезії та Таїланду.
Модифікація Лоренса Бола (Laurence Ball) [204]	$wr + (1-w)e = ay + b(\pi + \gamma e_{-1})$ де, e – середнє значення логарифмів реального обмінного курсу (більше значення вказує на ревальвацію); r – середня реальна процентна ставка; y – логарифм реального ВВП; π – інфляція; γ – коефіцієнт впливу обмінного курсу на інфляцію; w, a, b – коефіцієнти.	Доведено ефективність застосування обмінного курсу у правилі Тейлора; розроблене враховуючи специфіку розвинених країн з малою відкритою економікою.
Модифікація центрального банку Канади [225]	$i_t = i_t^* + 3.0(\pi_t - \pi_t^*) + 0.5(y_t - y_t^*)$ де, i_t – короткострокова цільова процентна ставка; i_t^* – рівноважне значення короткострокової ставки; π_t – фактичний річний рівень базової інфляції; π_t^* – цільовий річний рівень базової інфляції; y_t – логарифм реального ВВП; y_t^* – логарифм реального потенційного ВВП.	Монетарне правило, що застосовувалось у квартальній прогнозній моделі центрального банку Канади

Модифікація центрального банку Угорщини [418]	$R = \delta_1 \times R_{-1} + (1 - \delta_1) \times (\bar{R} + \delta_2 \times (CPIVAI_{+4} - TARG) + \delta_3 \times \hat{Y} + \delta_4 \times \Delta S) + \varepsilon_R$ <p>де, R – основна ставка центробанку; $TARG$ – цільові показники інфляції; $CPIVAL_{+4}$ – інфляційні очікування; \hat{Y} – розрив ВВП; ΔS – зміни в номінальному обмінному курсі.</p>	Використовується центральним банком Угорщини у моделі монетарної політики .
Модифікація Національного банку України [44, с. 55-93; 255]	$i_t^{tar} = \alpha_9 i_{t-1} + (1 - \alpha_9) [r_t + E(\pi_t) + \beta_9 (\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{targ}) + \gamma_9 y_t^{gap}] + \varepsilon_9$ <p>де, i_t^{tar} – ключова процентна ставка; i_t – короткострокова процентна ставка; r_t – реальна процентна ставка; π_t^* – цільовий річний рівень базової інфляції; $E(\pi_t)$ – інфляційні очікування; π_{t+4} – прогнозна інфляція через чотири квартали; π_{t+4}^{targ} – цільовий рівень прогнозованої інфляції через чотири квартали; y_t^{gap} – розрив ВВП.</p>	Використовується Національним банком України у кварталній прогнозній моделі трансмісійного механізму монетарної політики .
Правило Тейлора з лаговими значеннями змінних [216]	$R_t = k + \sum_{i=1}^j a_i \Delta_4 p_{t-i} + \sum_{i=1}^j b_i \tilde{y}_{t-i} + \sum_{i=1}^j c_i R_{t-i} + e_t$	Дані модифікації застосовувались для оцінки параметрів правила Тейлора для різних монетарних режимів
Правило Тейлора з очікуваним значенням інфляції [216]	$R_t = k + a_0 E_{t-1} \Delta_4 p_t + a_{-1} E_{t-1} \Delta_4 p_{t+1} + a_{-2} E_{t-1} \Delta_4 p_{t+2} + a_{-3} E_{t-1} \Delta_4 p_{t+3} + a_{-4} E_{t-1} \Delta_4 p_{t+4} + b_0 E_{t-1} \tilde{y}_t + \sum_{i=1}^j c_i R_{t-i} + e_t$	Великобританії з 1972 по 1997 роки.
Правило Тейлора з опціями щодо врахування фактору часу [223]	$\ln(R_t / R^*) = \alpha_R \ln(R_{t-1} / R^*) + \alpha_\pi E_t \ln(\pi_{t-i} / \pi^*) + \alpha_y E_t \ln(y_{t-i} / y^*); i = -1, 1, 0$ <p>Порядок врахування фактору часу залежить від значення параметру i:</p> <ul style="list-style-type: none"> $i=1$ – ретроспективні показники $i=0$ – поточні показники $i=-1$ – прогнозні показники 	Використовується у моделі максимізації добробуту.

Додаток Б

Темпи росту реального ВВП країн СНД за період з 1991-2011 рр.

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	I кв. 2010	2010	2011
Азербайджан	99,3	77,4	76,9	80,3	88,2	101,3	105,8	110,0	107,4	111,1	109,9	110,6	111,2	110,2	126,4	134,5	125,0	110,8	109,3	105,4	105,0	100,1
Вірменія	88,3	58,2	91,2	105,3	106,9	105,9	103,3	107,3	103,3	105,9	109,6	113,2	114,0	110,5	113,9	113,2	113,8	106,8	85,6	105,5	102,2	104,7
Білорусь	98,6	90,4	92,4	88,3	89,6	102,8	111,4	108,4	103,4	105,8	104,7	105,0	107,0	111,4	109,4	110,0	108,6	110,2	100,2	104,0	107,7	105,3
Грузія ¹	78,7	55,5	70,7	89,6	102,6	111,2	110,5	103,1	102,9	101,8	104,8	105,5	111,1	105,9	109,6	109,4	112,3	102,1	96,1	104,5	106,3	106,5
Казахстан	89,1	94,7	90,8	87,4	91,8	100,5	101,7	98,1	102,7	109,8	113,5	109,8	109,3	109,6	109,7	110,7	108,9	103,3	101,2	107,1	107,3	107,5
Киргизія	92,1	86,2	84,5	79,9	94,6	107,1	109,9	102,1	103,7	105,4	105,3	100,0	107,0	107,0	99,8	103,1	108,5	107,6	102,3	116,4	99,5	105,7
Молдова	82,5	80	98,8	69,1	98,6	94,1	101,6	93,5	96,6	102,1	106,1	107,8	106,6	107,4	107,5	104,8	103,0	107,2	93,5	104,7	107,1	106,4
Росія	95	85,5	91,3	87,3	95,9	96,4	101,4	94,7	106,4	110,0	105,1	104,7	107,3	107,2	106,4	107,7	108,1	105,6	92,1	102,9	104,3	104,3
Таджикистан	92,9	71	83,6	78,7	87,6	83,3	101,7	105,3	103,7	108,3	109,6	110,8	111,0	110,3	106,7	107,0	107,8	107,9	103,4	106,8	106,5	107,4
Туркменістан	95,4	85	101,5	82,7	92,8	106,7	88,6	107,1	116,5	105,5	104,4	100,2	103,3	105,0	113,3	111,4	111,6	110,5	104,1	-	109,2	114,7
Узбекистан	99,5	88,8	97,7	94,8	99,1	101,7	105,2	104,3	104,3	103,8	104,2	104,0	104,4	107,7	107,0	107,3	109,5	109,0	108,1	107,6	108,5	108,3
Україна	91,3	90,1	85,8	77,1	87,8	90,0	97,0	98,1	99,8	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,7	107,3	107,9	102,1	84,9	104,8	104,1	105,2
Середні темпи росту по СНД	91,9	80,2	88,8	85,0	94,6	100,1	103,2	102,7	104,2	106,3	107,2	106,4	108,5	108,7	109,4	110,5	110,4	106,9	98,4	-	105,6	106,3
Середньозважені темпи росту по СНД ²	94,3	86,0	90,5	86,2	94,7	96,6	101,4	96,3	105,4	109,2	106,0	105,1	107,7	108,0	106,8	108,4	108,5	105,4	92,8	-	104,4	104,5

¹ у серпні 2009 року вийшла зі складу СНД;² зважені на обсяг реального ВВП;

Джерела: [306], [309], інформація національних статистичних комітетів, власні розрахунки.



Додаток В
Характеристика циклів країн СНД за період з 1991-2010 рр.

країна	Тривалість ¹			Амплітуда ²		
	спад	Пожвавлення ³	підйом	спад	Пожвавлення ⁴	підйом
1. Основні параметри циклів у розрізі країн СНД						
Азербайджан	22	36	22	-58,12	164,45	113,63
Вірменія	12	44	15	-53,09	125,08	56,8
	5	4		-16,1	2,60	
Білорусь	20	31	22	-34,86	59,91	60,57
	2	2	3	-0,4	7,60	
Грузія	16	55		-72,33	144,01	
	5	4		5,37	6,30	
Казахстан	20	6		38,61	2,21	
	4	20	18	-1,9	68,41	36,18
	3	1	4	-2,4	7,00	
Киргизстан	20	34		-49,32	58,47	
	3	18		-0,2	24,16	
	3			-1,4		
Молдова	26	2		-62,89	1,60	
	7	37		-9,69	67,35	
	4	4		-6,5	6,90	
Росія	26	2		-40,15	1,40	
	4	36	3	-5,3	83,27	5,6
	5	4		-7,9	4,00	
Таджикистан	26	54		-68,32	160,35	
Туркменістан	10	2		-18,88	1,50	
	8	4		-23,25	6,70	
	4	30	20	-11,4	68,72	56,24
Узбекистан	22	22	36	-18,89	26,73	86,8
Україна	34	37		-59,21	81,76	
	5	4		-17,2	4,20	
2. Узагальнені характеристики циклів по усім країнам СНД.						
Середнє (1)	12,2	19,7	15,9	-26,3	47,4	59,4
Середньоквадратичне відхилення (2)	9,44	18,16	10,41	23,64	53,44	31,94
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,78	0,92	0,66	0,90	1,13	0,54
Кількість спостережень	26	25	9	26	25	7
3. Характеристики циклів найбільших економік СНД: Росія, Україна, Казахстан, Білорусія.						
Середнє (1)	12,3	14,3	10,0	-20,8	32,0	34,1
Середньоквадратичне відхилення (2)	11,02	14,35	8,27	19,74	34,37	33,84
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,90	1,00	0,83	0,95	1,07	0,99
Кількість спостережень	10	10	5	10	10	3
4. Характеристики високо синхронізованих спадів спричинених фінансовою кризою 2008-2009 років.						
Середнє (1)	4,1	3,3	3,5	-8,0	5,5	-
Середньоквадратичне відхилення (2)	1,12	1,16	0,50	5,96	1,76	-
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,27	0,35	0,14	0,75	0,32	-
Кількість спостережень	7	7	2	7	7	-

Джерело: власні розрахунки.

¹Кількість кварталів.

²Процентна зміна реального ВВП.

³Кількість кварталів до відновлення до рівня 1990 року.

⁴Процентне збільшення реального ВВП до рівня 1990 року;

для спадів спричинених фінансовою кризою 2008-2009 років процентне збільшення реального ВВП через рік після завершення спаду.

Додаток Д

Парні коефіцієнти кореляції річних темпів росту ВВП країн СНД за період з 1991-2010 рр.

	Азербайджан	Вірменія	Білорусь	Грузія	Казахстан	Киргизстан	Молдова	Росія	Таджикистан	Туркменістан	Узбекистан	Україна	Середні темпи росту по СНД	Середньозважені темпи росту по СНД
Азербайджан	-	0,63	0,86	0,76	0,81	0,76	0,67	0,81	0,84	0,74	0,87	0,75	0,91	0,84
Вірменія		-	0,59	0,89	0,56	0,54	0,61	0,72	0,67	0,50	0,68	0,56	0,79	0,72
Білорусь			-	0,72	0,79	0,87	0,73	0,80	0,85	0,65	0,85	0,81	0,90	0,84
Грузія ¹				-	0,66	0,80	0,64	0,74	0,72	0,54	0,80	0,57	0,87	0,75
Казахстан					-	0,77	0,89	0,86	0,82	0,63	0,71	0,89	0,88	0,89
Киргизстан						-	0,73	0,77	0,77	0,62	0,83	0,73	0,87	0,80
Молдова							-	0,82	0,78	0,65	0,75	0,79	0,85	0,84
Росія								-	0,86	0,69	0,77	0,90	0,93	1,00
Таджикистан									-	0,66	0,89	0,82	0,92	0,88
Туркменістан										-	0,75	0,59	0,76	0,70
Узбекистан											-	0,64	0,91	0,79
Україна												-	0,86	0,93
Середні темпи росту по СНД													-	0,95
Середньозважені темпи росту по СНД ²														-

¹ у серпні 2009 року вийшла зі складу СНД;² зважені на обсяг реального ВВП;

Джерела: власні розрахунки на основі даних [306; 309]



Додаток Е



Рисунок Е.1 – Динаміка процентних ставок банківської системи Російської Федерації

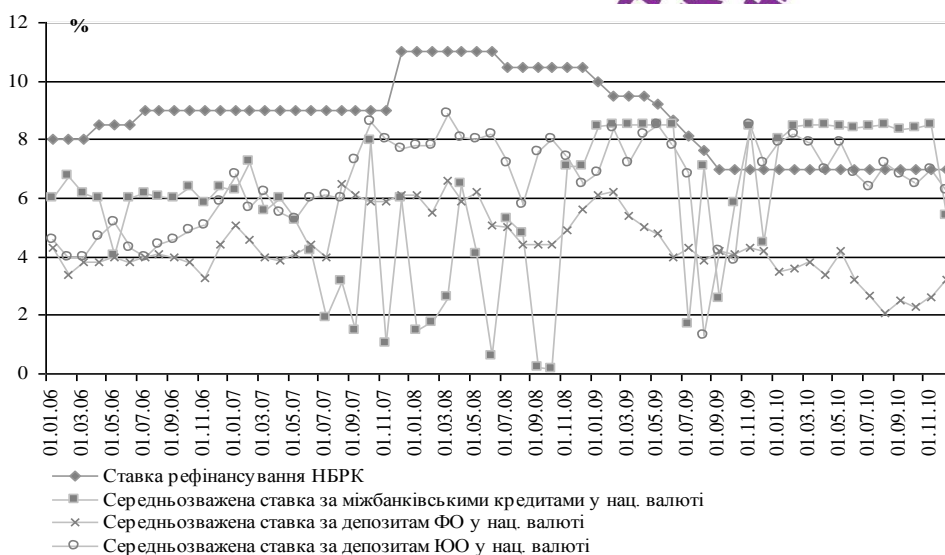


Рисунок Е.2 – Динаміка процентних ставок банківської системи Республіки Казахстан

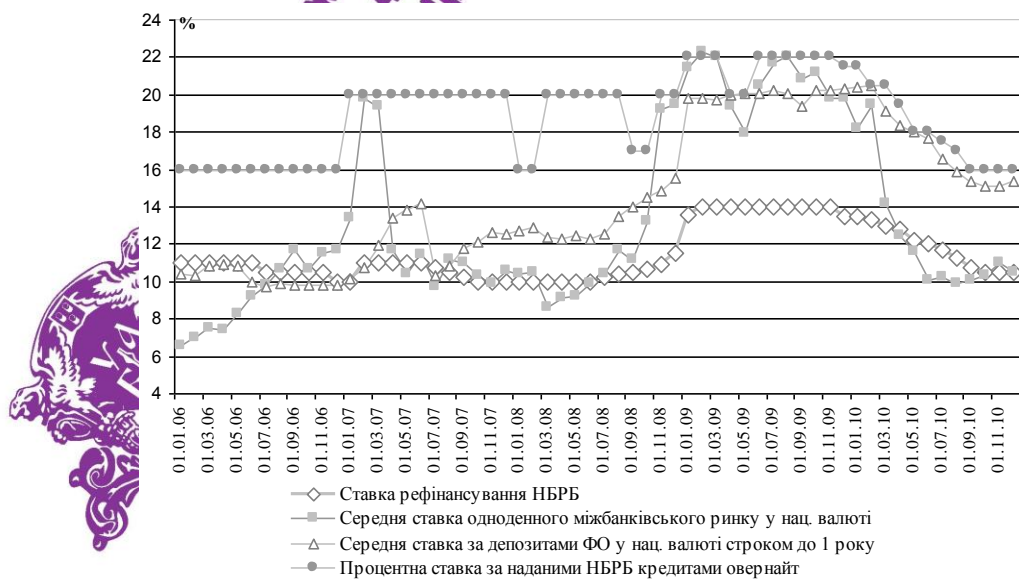


Рисунок Е.3 – Динаміка процентних ставок банківської системи Республіки Білорусь

Додаток Ж

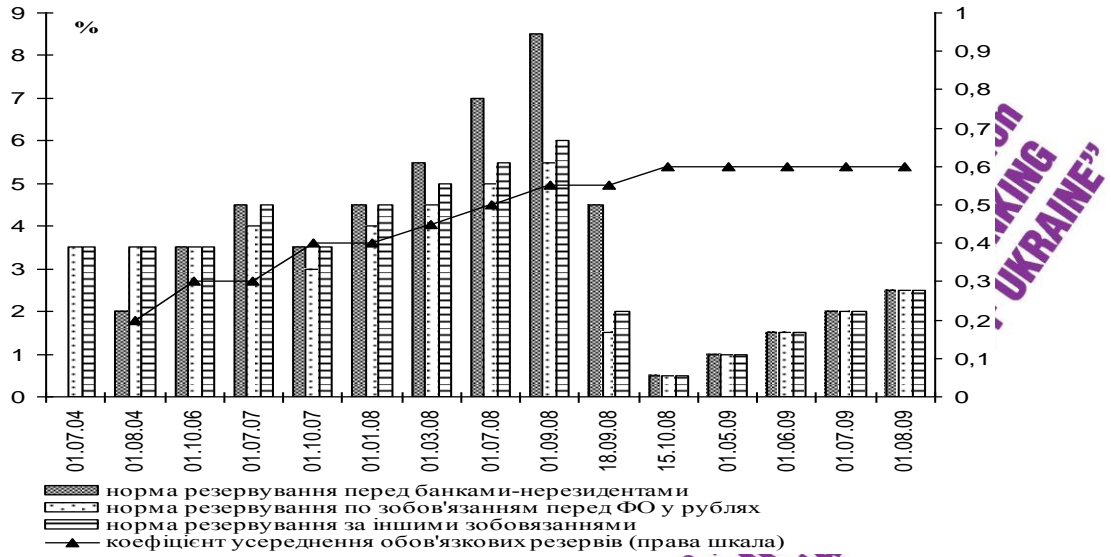


Рисунок Ж.1 – Динаміка норм резервування Центрального банку Російської Федерації

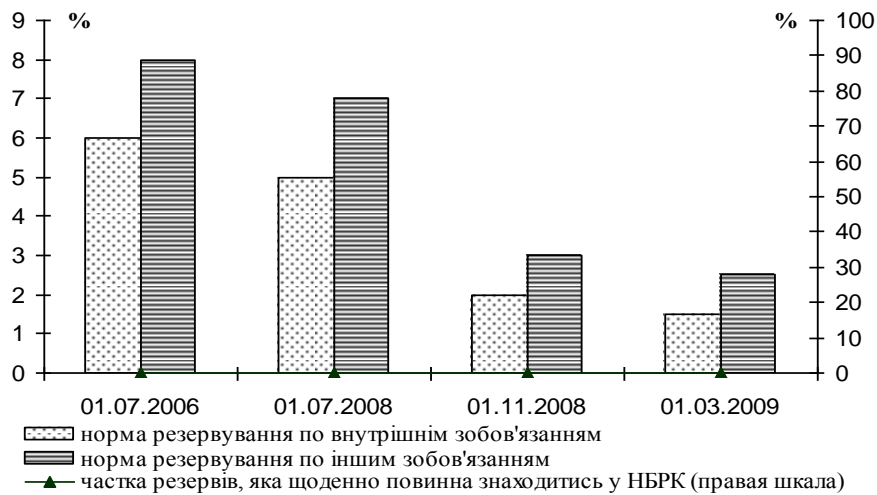


Рисунок Ж.2 – Динаміка норм резервування Національного банку Республіки Казахстан

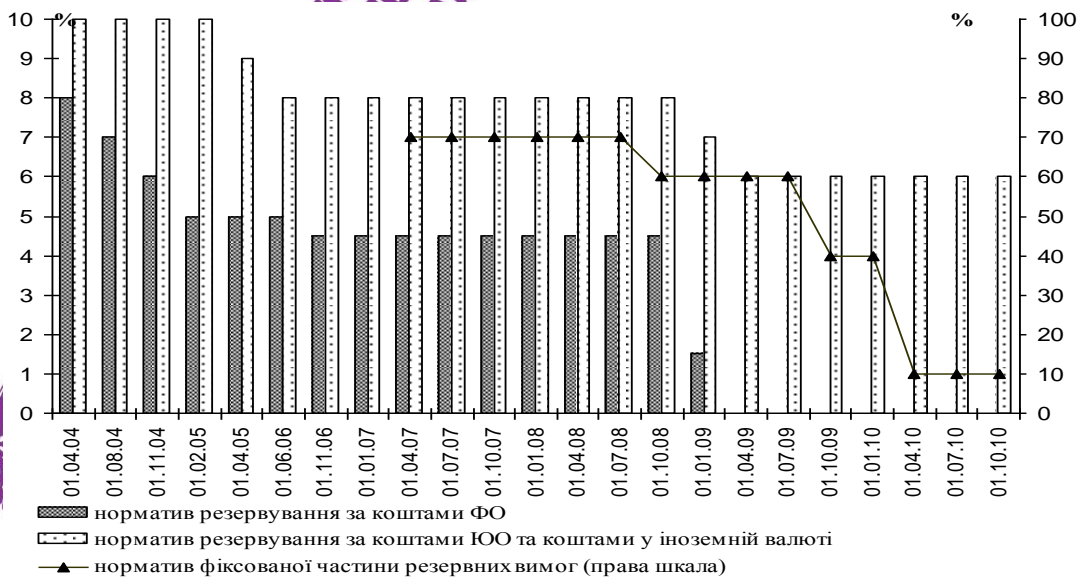


Рисунок Ж.3 – Динаміка норм резервування Національного банку Республіки Білорусь