

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

САЛТИКОВА ГАННА ВАСИЛІВНА

УДК 336.02(043.5)

ПРОЦЕНТНІ ВАЖЕЛІ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація

на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Науковий керівник

Борнос Володимир Миколайович

кандидат економічних наук, професор



Суми – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВИКОРИСТАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ В ПРОЦЕСІ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ	12
1.1 Фінансова політика держави: сутність, напрями та інструменти реалізації	12
1.2 Процентні важелі в структурі трансмісійного механізму реалізації фінансової політики держави	42
1.3 Проблеми та перспективи реалізації процентної політики Національного банку України	64
Висновки до розділу 1	90
РОЗДІЛ 2 ЗАСТОСУВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДЕРЖАВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ	98
2.1 Напрями впливу окремих процентних важелів реалізації фінансової політики держави на зміну векторів грошово-кредитної політики та політики державного інвестування	98
2.2 Теоретичні основи застосування процентних важелів при прийнятті рішень щодо участі держави як співінвестора при реалізації програм державно-приватного партнерства	119
2.3 Практичні аспекти оцінювання оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні	134
Висновки до розділу 2	153
РОЗДІЛ 3 РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОЇ БАЗИ ЗАСТОСУВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ	156
3.1 Розвиток науково-методичних підходів до визначення оптимального значення облікової ставки Національного банку України	156

3.2 Застосування економіко-математичного моделювання при формуванні ставки рефінансування Національного банку України	171
3.3 Оцінка впливу оптимізації облікової ставки Національного банку України на ефективність реалізації грошово-кредитної політики	190
Висновки до розділу 3	208
ВИСНОВКИ	210
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	216
ДОДАТКИ	237



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

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

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В умовах глибоких структурних трансформацій у фінансових системах більшості країн світу та турбулентності на світовому фінансовому ринку реалізація виваженої фінансової політики стає глобальною домінантою у розвитку фінансової системи в контексті зростання суспільного добробуту, забезпечення умов для мобілізації фінансових ресурсів, оптимального їх розподілу між галузями національної економіки, соціальними групами населення та окремими територіями, їх раціонального використання. Вплив фінансової глобалізації та лібералізації обумовлюють суттєві зміни у пріоритетах щодо вибору інструментарію реалізації фінансової політики України, зокрема в контексті зростання значущості процентного каналу дії трансмісійного механізму передачі монетарних імпульсів від регуляторів на кон'юнктуру фінансового ринку. Саме з цих позицій розвиток наукового підґрунтя застосування процентних важелів реалізації грошово-кредитної політики НБУ, а також інструментарію регулювання процентних ставок при розміщенні державних інвестицій набуває особливого значення.

Фундаментальні засади застосування процентних важелів реалізації фінансової політики держави (ПВРФПД) закладено в роботах С. Брю, Дж. Кейнса, А. Ларнера, К. Макконелл, А. Маршалла, Л. Міллера, Дж. Мілля, Ф. Мишкіна, А. Пігу, А. Сміта, Д. Рікардо, Я.Тінбергена, Дж. Тобіна, І.Фішера, М. Фрідмена та ін. Теоретичні та практичні аспекти досліджуваної проблеми знайшли також відображення і в роботах вітчизняних науковців, зокрема: В. Д. Базилевича, О. І. Барановського, В. М. Бороноса, О. Д. Василика, М. І. Додішнього, І. І. Д'яконової, А. О. Єпіфанова, Б. С. Івасіва, С. В. Леонова, М. І. Макаренка, А. М. Мороза, В. М. Опаріна, А. М. Поддєрьогіна, М. І. Савлука, І. В. Сала, В. С. Стельмаха, О. Л. Яременка та ін.

Незважаючи на значну кількість ґрунтовних наукових напрацювань з досліджуваної проблематики, цілий комплекс питань вимагає подальшого

розвитку як в теоретичному, так і в організаційно-прикладному аспектах. Це стосується передусім вибору оптимального рівня таких ПВРФПД, як: бюджетна ставка дисконтування та частка участі держави у фінансуванні проектів розвитку економічної інфраструктури (в контексті забезпечення ефективності розміщення державних інвестицій) а також облікова ставка та ставка рефінансування (в контексті забезпечення оперативності коригування орієнтирів грошово-кредитної політики НБУ). Логічна незавершеність вирішення даних завдань, їх актуальність, теоретична і практична значимість зумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Основні положення та наукові результати дисертації використано при роботі над науково-дослідними темами за планом наукових досліджень Сумського державного університету. Так, при роботі за темою «Формування фінансового механізму стабілізації економіки України» (номер державної реєстрації 011U007004) враховуються пропозиції автора щодо визначення оптимального значення бюджетної ставки дисконту; за темою «Фінансовий механізм управління інноваційним відтворенням» (номер державної реєстрації 0109U001484) – щодо визначення оптимальної частки державних інвестицій на основі методу золотого перерізу; за темою «Дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку України» (номер державної реєстрації 0109U001484) – щодо формування ставки рефінансування на основі економетричного моделювання; за темою «Механізм бюджетного фінансування на регіональному рівні в умовах екологічно сталого розвитку» (номер державної реєстрації 0109U001480) – щодо оптимізації окремих параметрів застосування процентних важелів реалізації фінансової політики.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток науково-методичних засад та практичного інструментарію вибору, оцінювання та використання процентних важелів реалізації фінансової політики України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких наукових задач:

- дослідити сутність, напрями та інструменти реалізації фінансової політики держави;
 - уточнити сутність та склад ПВРФПД, їх роль та місце у трансмісійному механізмі її реалізації;
 - узагальнити проблеми та перспективи реалізації процентної політики Національного банку України;
 - уточнити напрями впливу окремих ПВРФПД на зміну векторів грошово-кредитної політики та політики державного інвестування;
 - розвинути класифікацію ПВРФПД залежно від типу впливу на розвиток фінансового та реального секторів економіки, а також типу фінансової політики держави;
 - поглибити засади визначення рівня бюджетної ставки дисконтування;
 - розробити модель оцінювання оптимальної частки участі держави як співінвестора при реалізації програм державно-приватного партнерства;
 - удосконалити науково-методичні підходи до визначення оптимального значення облікової ставки НБУ;
- удосконалити модель розрахунку ставки рефінансування НБУ;
- поглибити наукові засади встановлення оптимальних рівнів ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають при використанні процентних важелів реалізації фінансової політики держави.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади використання процентних важелів реалізації фінансової політики та удосконалення науково-методичних підходів до оцінювання їх оптимального рівня.

Методи дослідження. Теоретико-методологічним підґрунтям дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, банківської справи, теорії фінансів, інвестування, теорії грошей і кредиту, теорії процента, теорії державних фінансів, сучасні наукові концепції грошово-кредитного регулю-

вання економіки, реалізації монетарної та фіскальної політик, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань розвитку і регулювання фінансових відносин.

Для вирішення поставлених у дисертаційній роботі завдань було використано такі методи дослідження: аналіз і синтез, наукової абстракції (при дослідженні теоретичних засад формування та реалізації фінансової політики держави); методи логічного узагальнення (при формалізації проблем та перспектив реалізації процентної політики НБУ); порівняльний аналіз (при дослідженні особливостей використання окремих ПВРФПД); кореляційно-регресійний аналіз, методи стохастичного програмування та економіко-математичного моделювання (при оцінці оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні, оптимізації облікової ставки та ставки рефінансування НБУ); метод стандартизації та ранжування показників (при оцінці впливу оптимізації облікової ставки НБУ на ефективність реалізації грошово-кредитної політики).

Інформаційно-фактологічну базу проведення дослідження склали законодавчі та нормативно-правові документи з питань формування та реалізації фінансової політики України; статистичні дані НБУ, Державного комітету статистики України, Міністерства фінансів України; звітно-аналітична інформація міжнародних фінансових організацій; наукові статті та монографії вітчизняних та зарубіжних вчених, матеріали науково-практичних конференцій.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розвитку відомих та обґрунтуванні ряду нових теоретичних та практичних положень щодо вибору, оцінювання та використання процентних важелів реалізації фінансової політики України.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

- розроблено модель визначення оптимальної частки участі держави у фінансуванні програм державно-приватного партнерства на основі методу

золотого перерізу за критерієм максимізації ефективності використання капітальних інвестицій, який представлено як нелінійну функціональну залежність (поліном третього ступеня) від частки державних інвестицій,

удосконалено:

- науково-методичний підхід до визначення оптимального значення бюджетної ставки дисконтування на основі економіко-математичної моделі часової структури, що, на відміну від існуючих підходів, базується на поточних значеннях ставки рефінансування, враховує загальні тенденції її встановлення та випадкові коливання в часі, а також ресурсні та цінові пріоритети учасників фінансового ринку. Це дозволяє використовувати цю ставку для оцінювання ефективності участі держави як співінвестора у фінансуванні інфраструктурних, соціальних або інших проектів, які реалізуються в межах державно-приватного партнерства;

- науково-методичний підхід до розрахунку оптимального значення облікової ставки, який, на відміну від існуючих, передбачає використання в якості інструментарію – апарату стохастичного програмування, в якості цільової функції – мінімізації ставок рефінансування, в якості параметрів оптимізації – фактичного та прогнозного рівнів інфляції та темпу зміни ВВП, в якості обмежень – монетарних параметрів функціонування грошового ринку (процентні ставки за кредитами, депозитами та на міжбанківському ринку; обсяг грошової маси в обігу; швидкість обертання грошової маси; курс гривні до долара США; вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків);

- науково-методичний підхід до формування середньозваженої за всіма інструментами ставки рефінансування, який, на відміну від існуючих, передбачає представлення ставки рефінансування у вигляді динамічного ряду на основі побудови багатофакторних залежностей цієї ставки від часу, темпу зміни ВВП, фактичного і прогнозного рівнів інфляції, що створює наукове підґрунтя для більш точного прогнозування основних індикаторів грошово-кредитної політики та реалізації оперативних коригувальних дій;

- наукові засади обґрунтування напрямків застосування окремих процентних важелів реалізації монетарної політики НБУ шляхом побудови регресійних залежностей ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо від розрахованого оптимального рівня середньозваженої за всіма інструментами ставки рефінансування, що дало можливість розрахувати оптимальні їх значення, які відповідають стратегічним пріоритетам реалізації фінансової політики в Україні;

набули подальшого розвитку:

- обґрунтування напрямків впливу ПВРФПД на зміну векторів грошово-кредитної, фіскальної, бюджетної та інвестиційної політик, що дозволило розробити рекомендації щодо адресного застосування відповідних процентних важелів для вирішення окремих проблем розвитку фінансового та реального секторів економіки, спрогнозувати очікувані результати, а також розвинути класифікацію ПВРФПД шляхом виокремлення їх третього типу – “транзитивних”, які в залежності від типу фінансової політики в країні можуть бути віднесені до важелів прямого або опосередкованого впливу;

- розуміння економічного змісту поняття «процентні важелі реалізації фінансової політики держави», які запропоновано визначати як процентні ставки, що встановлюються органами державного регулювання для конкретизації вартісних характеристик інструментів стимулюючого, стабілізуючого або стримуючого впливів на динаміку та напрямок руху фінансових потоків в бюджетно-податковій та грошово-кредитній сферах через процентний канал монетарної трансмісії.

Практичне значення одержаних результатів дисертації полягає в тому, що її положення доведено до рівня методичних розробок, які формують наукове підґрунтя для розвитку нормативно-правового та методичного забезпечення реалізації фінансової політики держави. Пропозиції автора щодо оцінювання оптимальних рівнів облікової ставки та ставки рефінансування можуть бути впроваджені Радою НБУ з метою коригування окремих положень «Основних засад грошово-кредитної політики» на наступні роки, що

визначають процентні важелі монетарного регулювання. Розробки дисертанта щодо визначення економічно обґрунтованого рівня бюджетної ставки дисконтування та частки участі держави у фінансуванні проектів розвитку економічної інфраструктури можуть бути враховані Кабінетом Міністрів України при розробці «Основних напрямів бюджетної політики», а також інших програмних документів, що визначають напрямки реалізації державної інвестиційної політики в межах Концепції макроекономічної стабілізації в Україні.

Рекомендації дисертанта, що мають прикладний характер, впроваджені в діяльність банків та цілого ряду державних інституцій, що реалізують завдання державної фінансової політики в межах покладених на них повноважень. Так, зокрема, пропозиції дисертанта щодо оцінки процентних індикаторів реалізації державної інвестиційної політики враховуються головним управлінням економіки Сумської обласної державної адміністрації (довідка № 01-29/473 від 25.10.2011р.); щодо оптимізації механізму розміщення державних інвестицій – планово-бюджетною комісією Сумської міської ради (довідка № 1361/05-26 від 07.11.2011р.); щодо оцінки оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні – Управлінням Державної контрольно-ревізійної служби в Сумській області (довідка № 18-00-14-14/7170 від 01.11.2011р.); щодо диференціації бюджетної ставки дисконтування в залежності від існуючої кон'юнктури фінансового ринку – регіональним відділенням Фонду державного майна України по Сумській області (довідка № 16-003-03595 від 25.09.2011р.); щодо прогнозування перспективних тенденцій зміни облікової ставки та ставки рефінансування та впливу цих тенденцій на функціонування банків другого рівня – Сумським обласним управлінням АТ «Ощадбанк» (довідка № 7/592-11 від 21.10.2011р.).

Теоретичні та практичні розробки, що містяться в дисертаційній роботі, використовуються у навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Інвестування» та «Грошово-кредитна політика центрального банку» (акт від 23.09.2011 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійною завершеною науковою працею, в якій використано лише ті положення, які є результатом особистих досліджень здобувача. Наукові положення, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційного дослідження доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на вітчизняних та міжнародних науково-практичних конференціях, а саме: Другій міжнародній науковій конференції студентів та молодих учених "Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання" (м. Донецьк, 2002 р.); сьомій міжнародній науково-практичній конференції «Dynamika naukowuch badan - 2011» (м. Пшемишль, Польща, 2011 р.); сьомій міжнародній науково-практичній конференції «Aplikovane vedecke novinki -2011» (м. Прага, Чехія, 2011 р.); сьомій міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Питання сучасної науки і освіти» (м. Київ, 2011 р.); сьомій міжнародній науково-практичній конференції «Динамиката на современната наука» (м.Софія, Болгарія, 2011р.); всеукраїнській науково-практичній конференції «Наукові обрії – 2011» (м. Миколаїв, 2011р.).

Публікації. Наукові результати, отримані автором при підготовці дисертаційного дослідження, опубліковано в 13 наукових працях загальним обсягом 3,93 друк. арк., з яких особисто автору належать 3,50 друк. арк., у тому числі 7 статей у наукових фахових виданнях з економіки (з них 1 – у співавторстві), 6 публікацій у збірниках тез доповідей наукових конференцій.



РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВИКОРИСТАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ В ПРОЦЕСІ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

1.1 Фінансова політика держави: сутність, напрями та інструменти реалізації

Загостренню негативних тенденцій розгортання кризових явищ в економіці у продовж 2008-09 рр. сприяли внутрішні та зовнішні дестабілізуючі чинники, пов'язані з прорахунками в економічній політиці, а особливо недостатнім та неефективним регулюванням фінансових відносин. Відповідно, в сучасних умовах подолання наслідків глобальної фінансової кризи посилюється роль фінансової політики як необхідного і дієвого інструменту державного впливу на соціально-економічні процеси, що зумовлено необхідністю швидкого відновлення та подальшого нарощення темпів розвитку економічної системи України у відповідності з параметрами загальної економічної динаміки.

Ефективність, спрямованість та інтенсивність соціально-економічного розвитку в країні, збалансованість фінансово-економічних, інвестиційних, соціально-демографічних процесів на всіх рівнях національної економіки, їх відповідність загальносвітовим тенденціям безпосередньо визначаються станом і результативністю функціонування фінансової системи і проведенням державою відповідної фінансової політики.

Наукове вивчення проблематики формування та належної організації реалізації фінансової політики держави, обґрунтування заходів щодо її перетворення в ефективний чинник раціонального державного регулювання фінансових взаємовідносин держави, регіонів, господарюючих суб'єктів та населення в країні ґрунтуються на принципах і постулатах сучасної теорії фінансів. Результати дослідження вітчизняних та зарубіжних вчених з питань

теорії фінансів та визначення особливостей фінансової політики різних рівнів управління знайшли відображення у працях В. Базилевича, Л. Баластрика, О. Василика, А. Єпіфанова, О. Кириленко, В. Кудряшова, В. Опаріна, О. Романенко, М. Грідчиної, С. Юрія та ін. При цьому слід зауважити, що методологічною основою для більшості сучасних робіт вітчизняних дослідників у галузі суспільних фінансів, у зв'язку зі спорідненістю проблем, що вирішуються у фінансових системах різних держав, а також з врахуванням впливу світової фінансової думки та досвіду розв'язання фінансово-економічних проблем на розвиток вітчизняної науки, є праці зарубіжних, в тому числі російських, вчених, зокрема таких як: О. В. Врублевськ, А. З. Дадашев, А. Г. Грязнова, Л. О. Дробозіна, Л. М. Красавіна, С. І. Лушин, М. В. Романовський, В. М. Родіонова, В. К. Сенчагов та ін.

На сьогодні проблемі визначеності національної фінансової політики, формування пріоритетних напрямів, цілей та завдань розвитку фінансової системи, обґрунтуванню дієвих інструментів їх реалізації надається важливе значення, приділяється значна увага з боку науковців та практиків, присвячується значна кількість публікацій. Аналіз економічної літератури з цієї проблеми показав, що до теперішнього часу серед учених-економістів і практиків господарювання немає єдності думок з приводу трактування сутності фінансової політики.

Однією з важливих причин такої цієї ситуації залишається відносно недавнє виділення, в наслідок переходу до використання системного підходу, поняття «фінансова політика» як самостійної одиниці категорійно-понятійного апарату сучасної теорії фінансів. Тривалий час в дослідженнях проблематики державного регулювання фінансових відносин відповідне поняття не використовувалося.

В історичному аспекті поняття «фінансова політика» пройшло складний шлях формування свого фінансово-економічного змісту. Початково воно розглядалося в теоретичних концепціях, які визначають рівень участі

державних органів в управлінні економікою, а саме дослідження класиків економічної теорії А. Сміта і Д. Рікардо, англійського економіста Дж. Кейнса та їх послідовників. Як відомо, сутність концепції представників політекономії А. Сміта і Д. Рікардо зводилась до збереження вільної конкуренції в умовах невтручання держави в перебіг соціально-економічних процесів, в протиположності якій кейнсіанська теоретична концепція обґрунтовує необхідність посилення впливу держави на економічні відносини шляхом активного регулювання циклічного розвитку процесу відтворення. Сучасні умови функціонування більшості розвинених країн світу передбачають використання у своїй політиці основоположних засад як з кейнсіанської, так і з некейнсіанської теорії державного регулювання, одним із засобів реалізації якого є фінансова політика.

Частина західних вчених по теперішній час є схильною до твердження, що фінансова політика ніяким чином не може складати предмет наукових досліджень. Зокрема, Ф. Нітті відносить фінансову політику до сфери мистецтва управління, а не до науки. У його інтерпретації наука – це «...система об'єктивних істин щодо явищ певного порядку, на протиположності мистецтву, яке характеризується показовим характером» [109].

У 20-х рр. ХХ ст. відомий радянський економіст А.Буковецький зауважував на тісному взаємозв'язку фінансової політики та фінансової теорії. На його думку, фінансова політика «... ставить своїм завданням наукове обміркування проведення в життя нових фінансових інститутів. Фінансова політика бере висновки в фінансовій теорії і доводить можливість використання їх на практиці» [164, с. 26]. Саме тиск з боку практики пояснює відсутність різких меж між фінансовою теорією і фінансовою політикою. При цьому в процесі проектування фінансових заходів фінансова політика перш за все повинна встановити, що нові фінансові інститути не призведуть до зменшення темпу розвитку виробничих сил, а забезпечать можливість подальшого більш швидкого зростання. Подібну позицію висловлювали і найбільш прогресивні представники радянської економічної школи. Так,

Л. Абалкін, даючи визначення економічної політики, найважливішою її складовою якої є фінансова політика, зазначав, що це «...система економічних заходів, які здійснюються державою ... в інтересах всього суспільства, одна з областей економічної науки» [164, с. 26].

Аналогічні думки знаходимо і в роботах М. Фрідмена [187], який характеризує фундаментальні економічні знання як базис, на якому ґрунтується політична діяльність. А прийняття політичних рішень – це більше мистецтво, ніж наука. На думку вченого, подібна концепція дозволяє ідентифікувати визначальну єдність кінцевих цілей різних економічних теорій, що має наслідком подолання багатьох розбіжностей.

Таким чином, фінансова політика – це одна із сторін фінансової науки, яка «...відрізняється від суто науки своїм прикладним характером та імперативними способами розвитку» [163]. В розвитку фінансової науки політика виконує функції визначення мети і втілення в життя рекомендацій теорії; процеси теоретичної розробки і втілення їх у життя відбуваються паралельно, доповнюючи і розвиваючи один одного.

Вивчаючи макроекономічні аспекти впливу держави на соціально-економічний розвиток в країні, дослідники, як правило, оперували поняттям «економічна політика», у складі якої розглядалися декілька складових фінансового спрямування. Так, наприклад, С. Фішер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензі [175] не виокремлюють фінансову політику як самодостатнє явище, а лише ототожнюють її з сукупністю фіскальних заходів. К.Р. Макконнел і С. Л. Брю [92] поєднують категорії фінансово-бюджетної і фіскальної політики, визначаючи їх як зміни, які вносяться урядом у порядок державних витрат і оподаткування і спрямовані на забезпечення повної зайнятості і неінфляційного національного продукту.

Узагальнюючи історію становлення фінансової науки, В. Пушкарьова приходить до висновку, що фінансова політика держави є лише інструментом реалізації його економічної і соціальної стратегії, тобто виконує вторинну, допоміжну роль [132].

На нашу думку, досить обґрунтованою є позиція щодо взаємозв'язків економічної та фінансової політик держави, висловлена В. Венгером, згідно з якою «фінансова політика має самостійне значення і водночас є важливим засобом впровадження політики держави в будь-якій сфері суспільної діяльності – економіці, соціальній сфері, військовій реформі, у міжнародних відносинах» [26, с. 52]. Отже, зміни фінансової політики формуються на основі перетворень в економічній політиці держави, але це не означає, що фінансова політика є пасивним відображенням останньої. Вона виходить з економічної політики і вже далі здійснює прямий вплив на соціально-економічне становище та економічну стратегію держави. Однак з метою сприяння такій стратегії фінансова політика повинна своєчасно та в повному обсязі виявляти потребу фінансування певної сфери народного господарства та джерела мобілізації відповідних фінансових ресурсів. Причому акумуляція останніх не повинна дискримінувати окремі компанії чи суб'єктів суспільства, які виступили джерелом формування зазначених ресурсів.

Категорія «фінансова політика» одночасно поєднує в собі дефініції «фінанси» і «політика», є їх термінологічним синтезом; відповідно, щоб з'ясувати економічний зміст даного таксону необхідно спочатку визначитися із змістовним наповненням його складових.

Насамперед, для створення основи подальшого розкриття економічного змісту фінансової політики доцільним є проведення короткого історичного і термінологічного аналізу ключової категорії даного таксону – «політика». В сучасному тлумаченні цей термін застосовується по відношенню до різних явищ і процесів, які відбуваються в суспільстві.

Дослідження генезису поняття «політика», дозволяє зробити висновок, що найбільш важливими змістовними елементами його визначень є суб'єктно-об'єктна приналежність до держави та цільова орієнтація на забезпечення суспільних інтересів. Так, наприклад, у Великому енциклопедичному словнику [12] міститься таке визначення даного поняття: політика (від грец. Πολιτική – «мистецтво управління» державою,

спільнотою, міждержавними відносинами) – сфера діяльності, пов'язана з відношеннями між соціальними групами, суттю якої є визначення форм, завдань, змісту діяльності держави.

В тлумачному словнику В. Даля вказано, що слово політика прийшло з Греції і означає науку державного управління, а також “види, наміри і цілі управління, небагатьом відомі” [43]. У грецько-російському словнику відомого філолога А. Вейсмана знаходимо, що політика – це державна наука, вміння правити державою. Ширше розглядав цей термін С. Ожегов [111, с. 543], а саме як дії, спрямовані на досягнення мети: «...діяльність державної влади і державного управління, що відображує суспільний устрій і економічну структуру країни, а також діяльність партій і інших організацій, громадських угруповань, та визначається їх інтересами і цілями». Ці визначення вказують на те, що в минулому обов'язковим суб'єктом політики як відносин виступала держава, а саме ця категорія має подвійне значення: по-перше, як мистецтво і, по-друге, як управління.

Вперше поняття "політика" сформулював давньогрецький мислитель Аристотель в I ст. до н.е. і визначив її як сферу загальних, публічних, загально значимих інтересів різних груп людей, як засіб вирішення задач управління загальними справами. Для Аристотеля політика – це «найважливіше в суспільстві спілкування, яке прагне до вищого з усіх благ, до щасливого, доброго життя» [1, с. 22, 106–107]. Його погляди були логічним подовженням філософської позиції на устрій та управління життям суспільства Платона, для якого політика – це, передусім, мистецтво управляти людьми, людською спільнотою [117, с. 5, 26, 46] без насильства чи застосування сили.

До XIX ст. політика традиційно розглядалась як вчення про державу, з часом уявлення про неї значно розширилось і вона стала предметом різних тлумачень. Але, незалежно від області застосування до сфери політики належать передусім участь у справах держави, напрям держави, визначення форм, завдань, змісту діяльності держави.

Розуміння політики радянською наукою здійснювалося переважно з класових позицій. Це було зумовлено тим, що В. І. Ленін вважав, що політика – це “устрій державної влади” і “політика є участю в справах держави, напрямом держави, визначення форм, завдань, змісту діяльності держави” [86, с. 23].

Досліджуючи генезис соціально-економічного явища «економічна політика» авторський колектив Київського національного економічного університету [54] відмічає, що у спеціальній літературі зустрічаються різносторонні підходи до визначення категорії «політика», серед яких доцільно виділити наступні:

- функціональний (розвиток поглядів Платона), тобто залежний від процесу діяльності, а не від внутрішньої структури (розміщення) соціальних сил, що покликані уособлювати (персоніфікувати) владу;
- комунікативний (походить з філософської концепції Аристотеля), що залежить від перетворень у суспільному житті;
- директивний – силове розуміння політики (розвиток ідей Макса Вебера).

В контексті вище викладеного, зауважимо, що у сучасній науковій англійській літературі існує три терміни, які визначають зміст поняття політики, а саме: 1) “politics”, 2) “polity”, 3) “policy”. Ці три терміни пов’язуються з певними процесами, притаманними політиці, що, за цілком слушною думкою В. Тертички, викликає багато проблем через некоректне вживання дефініцій [165, с. 63].

Термін “politics” в англійській літературі вживається як вияв волі, діяльність. Так, Гудноу в роботі “Politics and Administration”, посилаючись на словник “Century Dictionary”, визначав політику як “діяльність, керівництво або вплив через партійну систему політики уряду на громадян, які включають не лише урядову етику, а мистецтво впливу на публічну думку, приваблювання та розпорядження голосами виборців, отримання та розподіл суспільних цінностей” [188, с. 25].

Термін “*polity*” пов’язується з групами людей, через яких виявляється ця воля. У цьому аспекті термін “політика” визначається як боротьба за виборення та утримання державної влади між певними соціальними групами.

Термін же “*policy*”, який використовується в англійській мові у викладі терміну «фінансова політика» (*financial policy*), співвідноситься зі змістом діяльності уряду. У найбільш спрощеному та широкому значенні – це те, що уряд робить або не робить. Цей термін, на думку В. Тертички, пов’язаний із набором понять, а саме: вирішування, управління, поведінка та наміри, дія або бездіяльність, результат, мета, час, організація, громадська організація [165, с. 65].

Поштовхом для переходу до системного, комплексного трактування поняття «політика» стало розширення його змісту, обґрунтоване в наукових роботах М. Вебера [25]: як поняття широкого змісту, яке охоплює всі види діяльності з самостійного керівництва й управління.

Услід за М. Вебером політику як специфічний вид діяльності визначають такі сучасні учені, як О. Панарін та В. Ільїн. Пов’язуючи політику з прагненням реалізувати суб’єктивні інтереси, В. Ільїн визначає політику „як соціально значимий рід занять з контролювання міжіндивідуального обміну діяльністю, ефективізації суб’єктивних зв’язків відповідно до заявлених інтересів” [67, с. 47]. М. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури визначають її як загальне керівництво для дій і прийняття рішень, яке полегшує досягнення цілей [95], а Е. Рюллі як систему чітко сформульованих, незалежних від часу принципів, під впливом яких діяльність набуває того чи іншого напрямку [135].

У сучасній практиці поняття “політики” зберігає класичне значення державної діяльності, яка стоїть вище, ніж приватний бізнес або особисті інтереси, що цілком відповідає трактуванню “*polis*” Аристотеля.

Разом з тим, іноземні вчені-економісти в ХХ ст. значно розширили сферу використання терміна політика, надавши йому новий відтінок. Так, у 30-х рр. Зокрема, Р. Коуз у своїй книзі “Фірма, ринок і право” пропонував

розширити об'єкт дослідження в економічній політиці, охопивши не лише макро-, а й мікрорівень. На його думку, «...метою економічної політики є створення такої ситуації, коли б люди, приймаючи рішення про свою діяльність, обирали такі, які забезпечують найкращі результати для системи в цілому». Склад економічної політики Р. Коуз характеризує вибором «таких правових норм, процедур і адміністративних структур, які забезпечать максимізацію цінності виробництва» [76, с. 94].

На нашу думку, більш обґрунтованою є позиція, що передбачає обмеження об'єкту дослідження фінансової політики виключно макрорівнем, яка висловлюється зокрема в роботах В. П. Кудряшова [78], оскільки для означення діяльності, пов'язаної із плануванням і прогнозуванням розвитку фінансів підприємства, регулюванням фінансових відносин на мікрорівні, як правило, використовується інше поняття – фінансовий менеджмент.

Таким чином, поняття політики має декілька суттєвих форм свого розкриття. Його методологічна змістовність пов'язується зі специфікою розвитку сучасного суспільства, яке вимагає використання з боку держави певних засобів для координації та цілеспрямування. Політика – це сфера людського існування, форма суспільної життєдіяльності, що сформувалася внаслідок необхідності підпорядковувати часткові, приватні (групові) інтереси інтересу вищого рівня – суспільному. При цьому слід підкреслити, що для політики характерні певні ідеали, вона диктується психологією політиків, які при владі на короткотерміновий період, і тому політичні рішення формуються із значним впливом суб'єктивного фактора.

Аналіз наукових поглядів щодо визначення політики дозволяє зробити висновок, що дану категорію можна визначити як розподіл обов'язків та повноважень у цілісному суспільному організмі на основі сформованих принципів з метою формування правил, що сприяють досягненню цілей.

Враховуючи, що в сучасних умовах політику слід розглядати як такий феномен суспільного життя, що пронизує всі його форми та охоплює всі варіанти соціальної активності людей, всі види діяльності з їх організації та

керування в межах суспільного відтворення, правомірно виділяти окремий вид політики – фінансову політику, – для означення процесу організації та керування фінансовими відносинами в суспільстві.

Шарль Бланкарт [10], спираючись на розуміння політики як набору правил щодо прийняття рішень, які формують кінцевий результат раціональних дій індивіда, дає визначення фінансової політики як сукупності правил прийняття відповідних рішень продуктивною державою.

Він засвідчує, що наявні трактування суті фінансової політики принципово не розрізняються між собою, але в різній мірі відображають базові змістовні аспекти цього поняття, акцентуючи увагу том або іншому з них – суспільній ролі фінансової політики, співвідношенні та системі цілей і завдань, методів і інструментів їх реалізації. Разом з тим детальне вивчення наведених визначень дозволило нам згрупувати їх залежно від превалюючого акценту на одному з аспектів, виділивши трактування:

- з акцентом на об'єкті регулювання;
- з акцентом на суб'єктній ролі держави;
- через механізм регулювання соціально-економічних процесів.

В таблиці 1.1 подано огляд визначень поняття «фінансова політика», що використовуються науковцями та практиками в сучасній фінансово-економічній літературі.

Спрямованість на державне регулювання фінансових відносин, пов'язана з економічним змістом другої складової таксону «фінансова політика» – прикметнику, що вказує на приналежність до фінансів. При цьому, зауважимо, що фінанси як економічна категорія виражають «...розподільні відносини, що виникають з приводу розподілу і перерозподілу валового внутрішнього продукту та національного доходу у грошовому вираженні» [172].

На відміну від суто економічної категорії «фінанси», категорія «фінансова політика» має змішаний організаційно-економічний характер, що пов'язано з необхідністю створення належних умов для імперативного

Таблиця 1.1 – Огляд визначень поняття «фінансова політика»

Автор	Визначення, джерело
Трактування з акцентом на об'єктивній стороні змісту поняття	
Сліпушко О.	...система заходів у сфері фінансів з метою цілеспрямованого впливу держави на розвиток фінансово-кредитної системи і національної економіки загалом [156]
Юрій С. І., Федосов В. М.	...можна розглядати як цілеспрямовану діяльність держави та інших суб'єктів господарювання у сфері формування, розподілу і використання фінансових ресурсів задля досягнення поставленої мети [172]
Кудряшов В. П.	... управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів з метою вирішення поставлених задач [78].
Трактування з акцентом на суб'єктній ролі держави	
Дробозина Л.А., Константинова Ю. Н., Окунева Л.П.	...сукупність державних заходів, спрямованих на мобілізацію фінансових ресурсів, їх розподіл і використання для виконання державою його функцій [110, с.26]
Юрій С. І., Федосов В. М.	...сукупність розподільчих та перерозподільчих заходів, які держава здійснює через фінансову систему, відносно організації і використання фінансових відносин з метою забезпечення зростання валового внутрішнього продукту і підвищення добробуту усіх членів суспільства [172, с.80]
Василик О. Д.	...досить складна сфера діяльності законодавчої і виконавчої влади, яка включає заходи, методи і форми організації та використання фінансів для забезпечення її економічного і соціального розвитку. Своє конкретне вираження фінансова політика знаходить в діючій системі мобілізації фінансових ресурсів і їх використанні для задоволення різних потреб держави, підприємницьких структур і населення" [21, с.57].
Венгер В. В.	...комплекс дій і заходів, що здійснюються державою в межах наданих їй функцій і повноважень у сфері фінансової діяльності суб'єктів господарювання і фінансових інституцій, громадян і безпосередньо держави з метою вирішення певних завдань і досягнення поставлених цілей [26]
Кириленко О. П.	...сукупність фінансових (розподільчих і перерозподільчих) заходів, які здійснює держава через фінансову систему. Фінансова політика – це частина економічної політики. Головним завданням фінансової політики є забезпечення реалізації тієї чи іншої державної програми відповідними фінансовими ресурсами [71]
Лондар С. Л., Тимошенко О. В.	... визначений урядом напрямом діяльності, що передбачає цілісну сукупність організаційних, правових, інформаційних, інших заходів, спрямованих на ефективне формування фінансових ресурсів держави, їх розподіл, раціональне використання і контроль відповідних фінансових потоків за допомогою використання потенціалу фінансової системи та забезпечення функціонування фінансових механізмів [91]
Оспішева В.І., Близнюк О.П.	... є відносно самостійною сферою діяльності держави, найважливішим засобом реалізації політики держави у будь-якій сфері суспільної діяльності [173]

Продовження таблиці 1.1

Автор	Визначення, джерело
Леоненко П. М., Юхименко П. І., Льєнко А. А.	фінансова політика держави – це частина (підсистема) її економічної політики, яка є сукупністю законодавчих і нормативних актів, бюджетно-податкових, інших фінансових інструментів, інститутів та заходів державної влади, котрі згідно із законодавством мають повноваження щодо формування й використання фінансових ресурсів держави та регулюють фінансово-кредитні потоки у секторах економіки відповідно до стратегічних і тактичних цілей державної економічної політики [183]
Трактування через механізм регулювання соціально-економічних процесів	
Бабич А.М., Павлова Л.Н.	...сукупність форм, методів і інструментів регулюючої дії на соціально-економічні процеси, пов'язані з реальним грошовим обігом [2, с. 46]
Грязнова А. Г., Чечелева Г. В.	... імперативна, теоретично і науково обґрунтована система планування, організації регулювання і контролю фінансових відносин в процесі ... використання централізованих грошових фондів (доходів) держави (муніципальних утворень) [41]
Петровська І.О., Клиновий Д.В.	... спосіб впливу фінансових відносин на економічний і соціальний розвиток суспільства, який знаходиться в безпосередній залежності від характеру виробництва і сутності виробничих відносин, проявляється в системі форм і методів мобілізації фінансових ресурсів та їх розподілі [116]
Кудряшов В. П.	система заходів правового та адміністративного плану для цілеспрямованого регулювання фінансової системи і національної економіки загалом [78]

Джерело: складено автором

управлінням фінансами за рахунок узгодженого функціонування таких організаційно-функціональних складових фінансової політики як фінансове право, фінансова система та фінансовий механізм.

Наприклад, О. Д. Василик у своєму посібнику «Державні фінанси України» формулює наступне визначення фінансової політики – це «...сукупність заходів держави з організації та використання фінансів для забезпечення економічного і соціального її розвитку» [20].

Отже, об'єктивна сторона економічного змісту фінансової політики спирається на об'єктивність фінансових відносин, що лежать в її основі, а також на ступінь відповідності політики об'єктивним економічним законам, закономірностям розвитку фінансових відносин і економічним реаліям, що склалися.

Предметом вивчення і базисною складовою фінансової політики як організаційно-економічної категорії, тобто об'єктом її дії, виступає сукупність фінансових відносин, а саме відносин, пов'язаних з:

- формуванням податкових і неподаткових доходів системи бюджетів;
- використанням доходів бюджетної системи (витрачання її прибуткової частини);
- формуванням дохідної частини бюджетів державних позабюджетних фондів (місцевих і регіональних);
- використанням доходів бюджетів державних позабюджетних фондів;
- регламентацією державою (місцевими органами влади) фінансово-господарської діяльності з повною або спільною державною (комунальною) власністю (встановлення регульованих цін, фінансування з бюджету, перерозподіл прибутку, податкові пільги і т. ін.)

Досить звужено подається об'єкт фінансової політики у визначенні А. Бабич і Л. Павлова, які обмежують його лише соціально-економічними процесами, пов'язаними з реальним грошовим обігом [2, с.46]. На відміну від них, А. Балабанов та І. Балабанов [4] вважають, що об'єктом дії фінансової політики є не лише реальний грошовий обіг, а уся фінансова система. На цей аспект проблеми звертають увагу також С. Юрій і В. Федосов, визначаючи фінансову політику як «... сукупність розподільчих і перерозподільчих заходів, які держава здійснює через фінансову систему, відносно організації і використання фінансових стосунків з метою забезпечення зростання валового внутрішнього продукту і підвищення добробуту усіх членів суспільства» [172, с. 80], підкреслює її взаємозв'язок з фінансовою системою, структура і принципи формування якої залежать від державного устрою.

Проте, не достатньо обґрунтованою, на нашу думку, є позиція Б. Сабанті і А. Казака, які обмежують дію фінансової політики грошовими відносинами, що виникають в процесі імперативного перерозподілу вартості чистого продукту суспільства, створення і використання на цій основі фондів грошових коштів держави [136]. Управління утворення та рухом фінансових

ресурсів в національній фінансовій системі об'єктивно передбачає тісну взаємодію всіх ланок економіки, тому зосередження уваги виключно на фондах грошових коштів держави без врахування стану забезпечення фінансовими ресурсами окремих суб'єктів господарювання призводить до неефективності державної фінансової політики.

Ми поділяємо точку зору прибічники перерозподільної концепції, що останніми роками є найбільш загальновизнаною, зокрема Е. Вознесенського [29], О. Романенко [171], В. Опаріна [170]. Вони доводять, що фінансові відносини виникають головним чином при перерозподілі доходів господарюючих суб'єктів і держави, а також мають виключно імперативну (державно-власницьку) форму. Якщо в економічній категорії фінансів імперативність є лише специфічною формою фінансових відносин, то в організаційно-економічній категорії фінансової політики імперативність – це головна сутнісна характеристика її змісту.

Зауважимо, що навчальний посібник «Фінанси (загальна теорія)» В. Опаріна [170] з теоретичної точки зору не виносить окремо на розгляд категорію фінансової політики, а досліджує її виключно в контексті організації суспільних фінансових відносин, підкреслюючи, що в основу системи розподілу і перерозподілу ВВП покладено роль і місце в ній державного впливу. Тобто зазначені процеси відбуваються не стільки на рівні держави, скільки охоплюють всі без виключення сфери суспільства, але при пріоритетній ролі держави.

При цьому регуляторний, управлінський імперативний вплив фінансової політики на фінансові відносини здійснюється через функції фінансів. Вказаними авторами зазначається, що фінанси виконують три функції, які відображають суспільне призначення цієї категорії, її специфіку в системі грошових відносин і зв'язок з практичними формами їх реалізації, включаючи фінансову політику:

– функція утворення централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів (доходів);

- функція використання централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів (доходів);
- контрольна функція [27].

Отже, фінансова політика як імперативна управлінська категорія реалізується в державному (місцевому) фінансовому плануванні, організації процесу формування і використання державних (місцевих і регіональних) фондів грошових коштів, державному фінансовому регулюванні і державному фінансовому контролі. Фінансова політика синтезує в собі об'єктивні фінансові та управлінські аспекти, які виникають в процесі побудови і реалізації концепції розвитку фінансової системи держави.

Концентровано узагальнюють вище викладені уявлення про об'єктивний та імперативний боку змісту категорії «фінансова політика» у визначенні поданому в роботі авторського колективу під керівництвом В. Оспіщева [173]: «Фінансова політика як організаційно-економічна категорія синтезує в собі об'єктивні фінансові відносини і імперативні управлінські відносини, що виникають в процесі побудови і реалізації концепції функціонування і розвитку фінансів держави».

Найбільш поширене визначення фінансової політики – це діяльність держави, спрямованої на мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і використання для здійснення державою її функцій. Цієї точки зору дотримуються Л. Дробозина, Ю. Константинова та Л. Окунева [110], П. Шуляк і Н. Белотелова [182], О. Романенко, С. Огородник, М. Зязюк і А. Славкова [171]. При цьому вони підкреслюють, що мобілізація, розподіл і використання фінансових ресурсів має бути раціональним по відношенню до цільової функції соціально-економічної системи [171, с.42-43].

У визначенні О. Василика увага акцентується на нормативно-правовій спрямованості фінансової політики як форми свідомої діяльності відповідних владних структур, принципи і цілі якої формуються «...відповідно до того, яка модель економічної системи прийнята в цій державі і яка кінцева мета

економічної діяльності визначена її політичними силами, які перебувають при владі» [21, с. 59]. При цьому зазначається, що «...своє конкретне вираження фінансова політика знаходить у діючій системі мобілізації фінансових ресурсів і їх використанні для задоволення різноманітних потреб держави, підприємницьких структур і населення» [21, с. 57].

Більш структуровані визначення фінансової політики даються в роботах радянських вчених-економістів (І. Левчук [84], В. Лавров [83], М. Шереметьєв та інші) , згідно з якими фінансова політика являє собою систему державних заходів, направлених на стабілізацію фінансових ресурсів, їх оптимальний розподіл та застосування з метою реалізації державою відповідних функцій. Поряд із цим її обов'язкова соціальна спрямованість та ефективність впливу на якість виробничих сил залежить від дії об'єктивних законів економічного розвитку та суспільно-політичної будови країни. Зазначені радянські вчені-економісти підкреслювали, що фінансова політика формує адекватний баланс між демократичним і нейтралізованим розподілом та використанням фондів фінансових ресурсів.

На нашу думку, визначаючи структурно-логічну декомпозицію фінансової політики, доцільно спиратися на концептуальні уявлення про складові елементи економічної політики в цілому. Багато фахівців визнають за базову теорію економічної політики концепцію, яку запропонував у 50-тих рр. ХХ ст. голландський економіст, перший лауреат Нобелівської премії з економіки – Я. Тінберген, відповідно до якої складниками економічної політики є:

- по-перше, ключові цілі суспільного добробуту (система макроекономічних показників);
- по-друге, інструменти, якими володіє уряд (бюджетно-податкові (фіскальні), грошово-кредитні (монетарні), та зовнішні (маніпуляції з валютним курсом));

- по-третє, модель, котра органічно зв'язує цілі та інструментарій, а також дозволяє визначати оптимальний масштаб політичних дій [192].

Відповідно до цієї, так званої нормативної концепції Я. Тінберга фінансова політика є, з одного боку, самостійною сферою діяльності держави, а з іншої – інструментом реалізації її економічної політики. [192, с.641-647].

З врахуванням цього в дослідженні фінансової політики як в цілому, так і процентної політики як однієї з її складових, будемо виходити з розподілу її на такі основні змістовні блоки як:

- цільовий;
- функціональний;
- організаційний.

Узагальнення авторських позицій щодо змістового наповнення цільової, функціональної та організаційної складової фінансової політики держави подано на рис. 1.1.

Розглянемо кожну з виділених складових окремо, обґрунтовуючи їх зміст дослідженням та систематизацією поглядів науковців і практиків з відповідної проблематики, що містяться в сучасній фінансово-економічній літературі.

Цільова складова передбачає конкретизацію цілей та завдань фінансової політики, з огляду на потребу оптимізації їх складу на засадах компромісного поєднання інтересів та потреб різних представників суспільства.

Центральне місце в наукових дослідженнях сучасних фінансистів посідають ідеї спрямування та використання фінансів для досягнення суспільного блага, що базуються на положеннях теорії суспільного добробуту В. Парето. Відповідно до його тверджень фінансова політика як сукупність змін або дії у сфері фінансів має сенс лише тоді, коли матеріальне

становище певних соціальних груп покращується без погіршення його для інших.

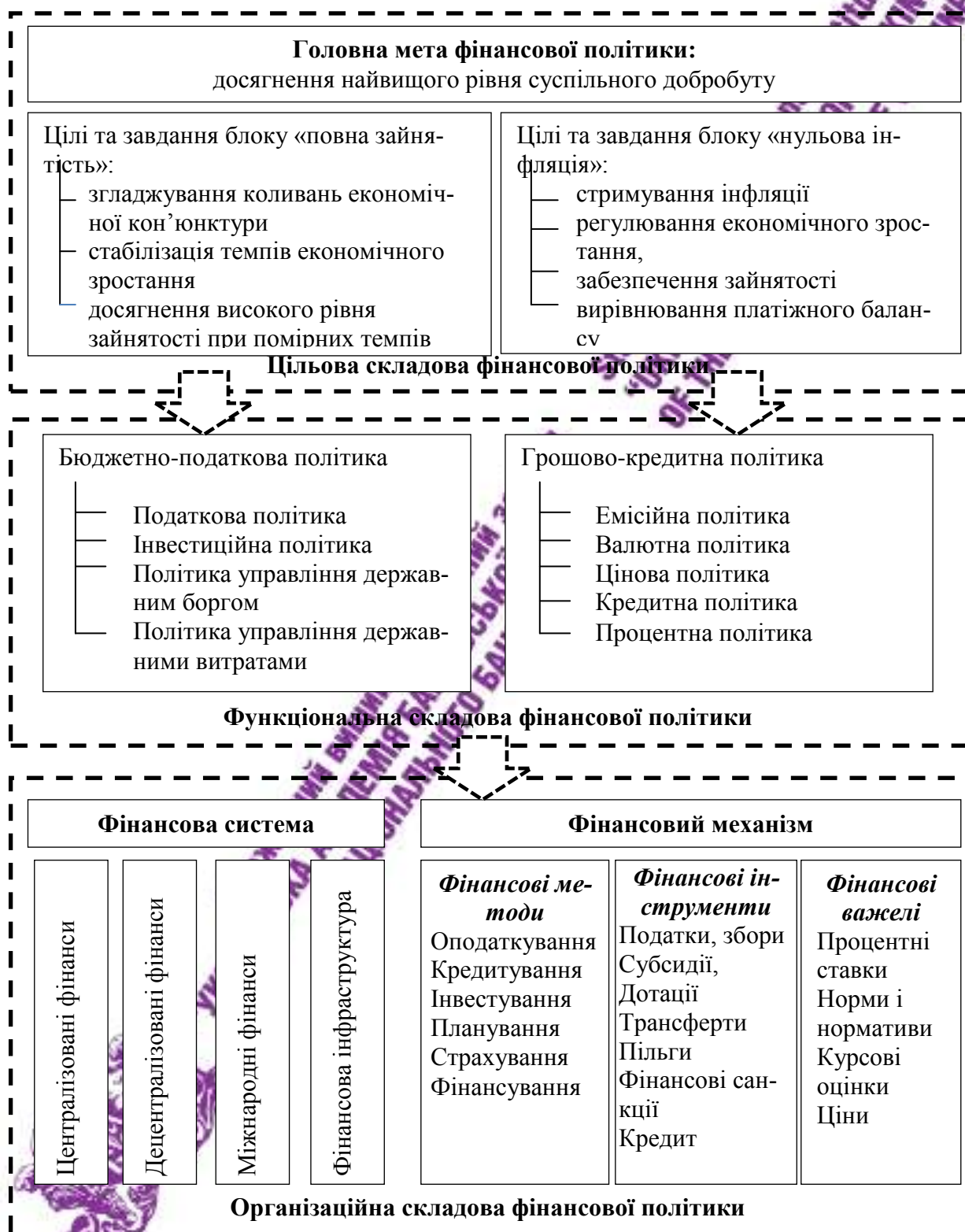


Рисунок 1.1 - Структурно-організаційна декомпозиція фінансової політики держави

Фінанси в системі Парето відіграють роль регулятора суспільного добробуту, механізму, за допомогою якого можна створити умови для поліпшення добробуту всіх: якщо існує великий розрив між багатими і бідними, то доцільно фінансовими методами здійснити перерозподіл доходів на користь бідних верств населення.

В своїй нормативній концепції Я. Тінберген [192] зауважує, що в широку сенсі будь-яка складова економічної політики має бути спрямована на досягнення суспільного добробуту, але оскільки така мета є доволі розпливчастою, то, як правило, використовується практика формулювання завдань політики у вигляді цільових показників. Такими найбільш розповсюдженими параметрами є повна (тобто максимальна) зайнятість та нульовий (тобто мінімально допустимий) рівень інфляції.

О. Романенко зауважує на спрямованості фінансової політики як сукупності заходів, які держава здійснює через фінансову систему, на «...мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і використання», при цьому вона, «насамперед, повинна ... сприяти формуванню максимально можливого обсягу фінансових ресурсів, оскільки вони – матеріальна база будь-яких перебудов» [134]. Такий підхід, на нашу думку, є обмеженим, оскільки недостатньо приділяє уваги важливості раціонального розподілу коштів між галузями і сферами економіки: фінансова політика повинна сприяти не максимізації фінансових ресурсів, а забезпеченню їх концентрації на найважливіших сферах економічного і соціального розвитку.

Отже, домінантою фінансової політики є оптимальне втілення ключової мети функціонування фінансової системи – досягнення найвищого рівня суспільного добробуту шляхом оптимального розподілу ВВП між галузями національної економіки, соціальними групами населення та окремими територіями [172]. Деякі економісти виділяють також і інші цілі

проведення фінансової політики, такі як зниження темпів інфляції (як чиннику, що найбільш загрожує добробуту громадян, суб'єктів господарювання та держави в сучасних умовах), згладжування економічних циклів (при цьому в першу чергу розуміється використання фінансової політики як інструменту для боротьби зі спадами), підвищення реального рівня життя громадян; забезпечення державних програм відповідними фінансовими ресурсами та ін.

Зокрема, І. Бубенко, В. Кривоший, Н. Кропівцова, Г. Фадеева, І. Шевчук, [134] головне призначення фінансової політики вбачають у забезпеченні відповідними ресурсами реалізації тієї чи іншої державної програми соціально-економічного розвитку. Проте, на нашу думку, фінансові ресурси, які необхідні для повного задоволення відповідного рівня потреб соціально-економічного поступу суспільства, становлять предметний вираз об'єкта фінансової політики, їх обсяги та рівень відповідності потребам є критеріями її ефективності, але не можуть використовуватися для виразу цільового спрямування.

На думку О. Близнюк, Л. Лячкова, В. Оспіщев [173], головні завдання фінансової політики полягають у забезпеченні безперервного відтворювального процесу (насамперед продуктивних сил) та зростанні суспільного багатства. Проте, на нашу думку, вказані цілі є за своєю суттю похідними від зазначеної вище головної мети фінансової політики – забезпечити високий добробут всього населення.

В кожний конкретний період часу функціонування фінансової системи країни направлене на вирішення спеціальних завдань, що є актуальними для суспільства у даних умовах, що визначаються характером дії та взаємозв'язком внутрішніх та зовнішніх факторів економічної, фінансової, політичної, техніко-технологічної та іншої природи. Цим завданням підпорядковуються і побудова суспільних фінансових відносин, і процеси

руху та розподілу фінансових ресурсів, і співвідношення між їх централізацією-децентралізацією, і механізм акумулювання, розподілу та кінцевого спрямування доходів, і напрямки витрат окремих суб'єктів господарювання, фізичних осіб та держави, і структурні пропорції між окремими сферами та елементами фінансової системи, і тип їх взаємного впливу, і співвідношення між суспільним та індивідуальним споживанням. Слід підкреслити, що кількість способів організації фінансових відносин і побудови фінансової діяльності є практично необмеженою, при цьому із всієї сукупності необхідно вибрати саме той варіант, який найбільше підходить конкретній країні у визначений момент. Вибір таких варіантів і складає базис фінансової політики, яку проводить держава.

Загалом принциповими базовими положеннями, що уможливають динамічний розвиток фінансової політики в контексті актуальних потреб суспільства є одночасне узгодження трьох напрямів її реалізації:

– підвищення суспільного добробуту шляхом використання таких принципів розподілу фінансових ресурсів, що сприяють зростанню ефективності виробництва;

– формування інвестиційного впливу на фундаментальні відтворювальні процеси, тобто акумуляція і використання фінансових ресурсів для підтримки розширеного відтворення, державного управління, оборони, вирішення соціальних завдань та інших суспільних потреб: без розвитку пріоритетних напрямів реалізації інвестиційної діяльності неможливе позитивне вирішення проблем макроекономічної стабілізації;

– модернізація фінансового механізму, що опосередковує формування адекватного розміру фінансових ресурсів та їх оптимального розміщення й використання.

Таким чином, на нашу думку, основними завданнями фінансової політики, комплексна реалізація яких дозволяє досягти найвищого рівня суспільного добробуту, є:

– забезпечення умов для мобілізації фінансових ресурсів в мінімально необхідних розмірах;

– оптимальний розподіл фінансових ресурсів між галузями національної економіки, соціальними групами населення та окремими територіями і їх раціональне використання; регулювання і стимулювання фінансовими методами соціально-економічного розвитку суспільства,

– розробка фінансового механізму відповідно до реалій ринкової економіки; побудова адекватної системи управління фінансами.

Крім того, слід зауважити, що цільова складова фінансової політики в частині розподілу цілей та завдань за часовими горизонтами (на оперативні (тактичні), середньо- та довгострокові (стратегічні) конкретизується в функціональних складових.

Функціональна складова фінансової політики передбачає її диференціацію за предметними напрямками регулювання фінансових відносин. В літературі відсутній однозначний підхід щодо виділення напрямів реалізації фінансової політики (табл. 1.2).

Як видно з наведених в табл. 1.2 даних, основними напрямками реалізації фінансової політики з огляду на специфіку інструментарію, що використовуються, є фіскальна (бюджетно-податкова) та грошово-кредитна (монетарна) політики. Такий підхід є досить розповсюдженим у західній практиці. Так, наприклад, Я. Тінберген [192], що побудова моделі реалізації фінансової політики держави, в якій узгоджуються цільові показники та інструменти їх досягнення передбачає вибір між двома незалежними інструментами, оскільки в кожному конкретний період часу можливо досягнути лише одне з базових завдань фінансової політики. При цьому інструмент «фіскальна політика» в більшій мірі пов'язаний з реалізацією завдання «повна зайнятість», а інструмент «монетарна політика» – з «нульовою інфляцією».

Таблиця 1.2 - Огляд предметних напрямів реалізації фінансової політики

Автор, джерело	Склад предметних напрямів реалізації фінансової політики держави
Лондар С. Л., Тимощенко О. В. [91]	Бюджетна політика Податкова політика Бюджетно-податкова (фіскальна) політика Грошово-кредитна політика Валютна політика Страхова політика Інвестиційна політика Інноваційна політика Амортизаційна політика
Юрій С. І., Федосов В. М. [172]	Самостійні складові: – бюджетна політика – податкова політика – грошово-кредитна політика – митна політика – боргова політика – інвестиційна політика Додатково – певні напрями державної діяльності у галузі страхування, соціальній сфері, сфері фінансового ринку та ін.
Близнюк О. П., Лачкова Л. І., Оспіщев В. І. [173]	Бюджетна політика Податкова політика Бюджетно-податкова (фіскальна) політика Грошово-кредитна політика Інвестиційна політика Валютна політика Страхова політика Амортизаційна політика Митна політика Політика з управління фінансами Фінансовий контроль
Пушкарьова В. М. [132].	Бюджетна політика Податкова політика Кредитна політика Цінова політика Митна політика

Джерело: складено автором

Підтвердженням даної думки є класифікація заходів економічної політики за способом та характером впливу на поведінку економічних суб'єктів, що пропонується в сучасній економічній літературі, яка передбачає їх поділ на три групи:

- 1) заходи бюджетно-податкової (фіскальної) політики;

- 2) заходи грошово-кредитної (монетарної) політики;
- 3) заходи прямого впливу [35].

Фіскальна політика — це цілеспрямована діяльність держави щодо зміни державних видатків і податкових надходжень з метою збільшення обсягу виробництва, зайнятості та зниження темпів інфляції.

Розрізняють два види фіскальної політики: стимулюючу та стримувальну. Стимулююча політика спрямована на підтримання високих темпів економічного зростання та досягнення високого рівня зайнятості. Для її проведення уряд може використати один із трьох основних варіантів фіскальних заходів: 1) збільшити державні видатки; 2) знизити податки; 3) застосувати певну комбінацію першого та другого методів. Це збільшує інвестиції та зменшує безробіття. Проте зрозуміло, що стимулююча фіскальна політика веде до виникнення дефіциту державного бюджету. Її вплив на національну економіку залежить від обраного способу фінансування дефіциту бюджету: за рахунок створення нових грошей та через отримання позик (випуск державних цінних паперів). Якщо уряд фінансує дефіцит бюджету через випуск державних цінних паперів, то збільшення попиту на гроші може призвести до підвищення процентних ставок, а останні витісняють, тобто зменшують, інвестиційні видатки ділових підприємств та споживчі видатки. Це знижує стимулюючий потенціал фіскальної політики. Фінансування дефіциту за рахунок створення нових грошей дає змогу уникнути витіснення приватних видатків, проте цей спосіб індукує сильніші інфляційні імпульси порівняно з отриманням позик. За стримувальної політики уряд прагне знизити рівень інфляції через підвищення податків, скорочення державних видатків чи поєднуючи обидва ці заходи. Для проведення стримувальної фіскальної політики уряд може підвищити податки, наприклад, особистий прибутковий податок. Оскільки мультиплікатор податків менший за мультиплікатор видатків, уряд мусить

збільшити податки на більшу величину порівняно зі зменшенням видатків. Крім того, проводячи стримувальну фіскальну політику, уряд може поєднувати зменшення державних видатків із підвищенням податків.

Успішна модель сталого економічного зростання не може бути досягнута ні виключно методами монетарного, ні виключно методами бюджетного регулювання; вимагається поєднання механізмів та інструментів, властивим обом напрямам реалізації фінансової політики. Разом з тим необхідно зауважити, що грошово-кредитна політика, у порівнянні з фіскальною, є більш гнучким, адекватним перебігу ринкових процесів елементів в системі стабілізаційного регулювання, що обумовлює можливість активного застосування монетарних заходів в сучасних умовах економічного розвитку. Про це свідчить порівняння особливостей дії специфічних інструментів вище зазначених напрямів реалізації фінансової політики держави, яке подано у таблиці 1.3.

Таблиця 1.3 - Порівняльна характеристика фіскального та грошово-кредитного напрямів реалізації фінансової політики держави

Напрямок реалізації фінансової політики	Критерій			
	Характер дії	Механізм впливу на цільові параметри економіки	Швидкість реагування на зміни середовища	Період реагування економіки на вжиття заходів впливу
Бюджетно-податкова політика	Адміністративний	Простий	Повільна	Незначний
Грошово-кредитна політика	Ринковий, з частковим застосуванням адміністративних важелів впливу	Складний, багатоетапний	Оперативна	Тривалий

Оскільки податково-бюджетна та грошово-кредитна сфери тісно взаємопов'язані, держава має узгоджувати монетарні та фіскальні рішення. Ігнорування цього взаємозв'язку може призвести до розбалансування всієї економічної системи за рахунок їх неспроможності забезпечувати згладжування коливань ринкових процесів за для підтримання загального стану ринкової кон'юнктури на рівні, що відповідає визначеним цілям фінансової політики.

Механізм взаємозв'язку монетарної та фіскальної політики як напрямів реалізації єдиної фінансової політики держави можна простежити на рис. 1.2.

Ми погоджуємося з думкою, що заходи монетарної та фіскальної політики слід розглядати не як альтернативні, а «...в нерозривній єдності, і враховувати на практиці не тільки їх прямі регулятивні наслідки, а й результати можливих змін у дії інструментів у паралельній сфері регулювання грошового обороту» [59]. Так, зростання бюджетних витрат за умов стабільності оподаткування викликає зростання попиту на грошовому ринку і підвищення ставки процента, яка є важливим інструментом монетарної політики. І навпаки, зниження облікової ставки у складі монетарної політики призводить до зростання курсової вартості облігацій державних позик, збільшення попиту на них, що розширює можливості уряду щодо випуску і розміщення нових позик та зростання на цій основі бюджетних витрат.

Аналізуючи комбінування цих двох видів політики, необхідно вказати на те, що вплив фіскальної політики на стан грошово-кредитного середовища полягає у відповідних діях щодо попиту та пропозиції грошей. У загальному випадку чинник податків призводить до зниження рівноважного обсягу сукупної пропозиції. Внаслідок цього економіка, в якій існує досить високий рівень оподаткування, має тенденцію до виникнення зайвих грошей та зростання інфляції.

Тому дотримання умов макроекономічної рівноваги потребує, щоб зворотним аспектом фіскальної експансії держави була політика керованого

обмеження грошової маси. Однак на практиці дотримання цих умов є досить складним і потребує жорстко визначених та узгоджених дій фіскального та монетарного характеру. Якщо такої узгодженості досягти не вдається, це призводить або до значного скорочення платоспроможного попиту і падіння ВВП, або до зростання цін. Значне скорочення грошової маси може зумовити втрату частини доходів державного бюджету, а чинник «зайвих грошей» – надмірне зростання державних витрат. При цьому слід враховувати відносно низьку еластичність витрат держави та досить значну еластичність її доходів відносно фізичного обсягу ВВП і рівня цін.

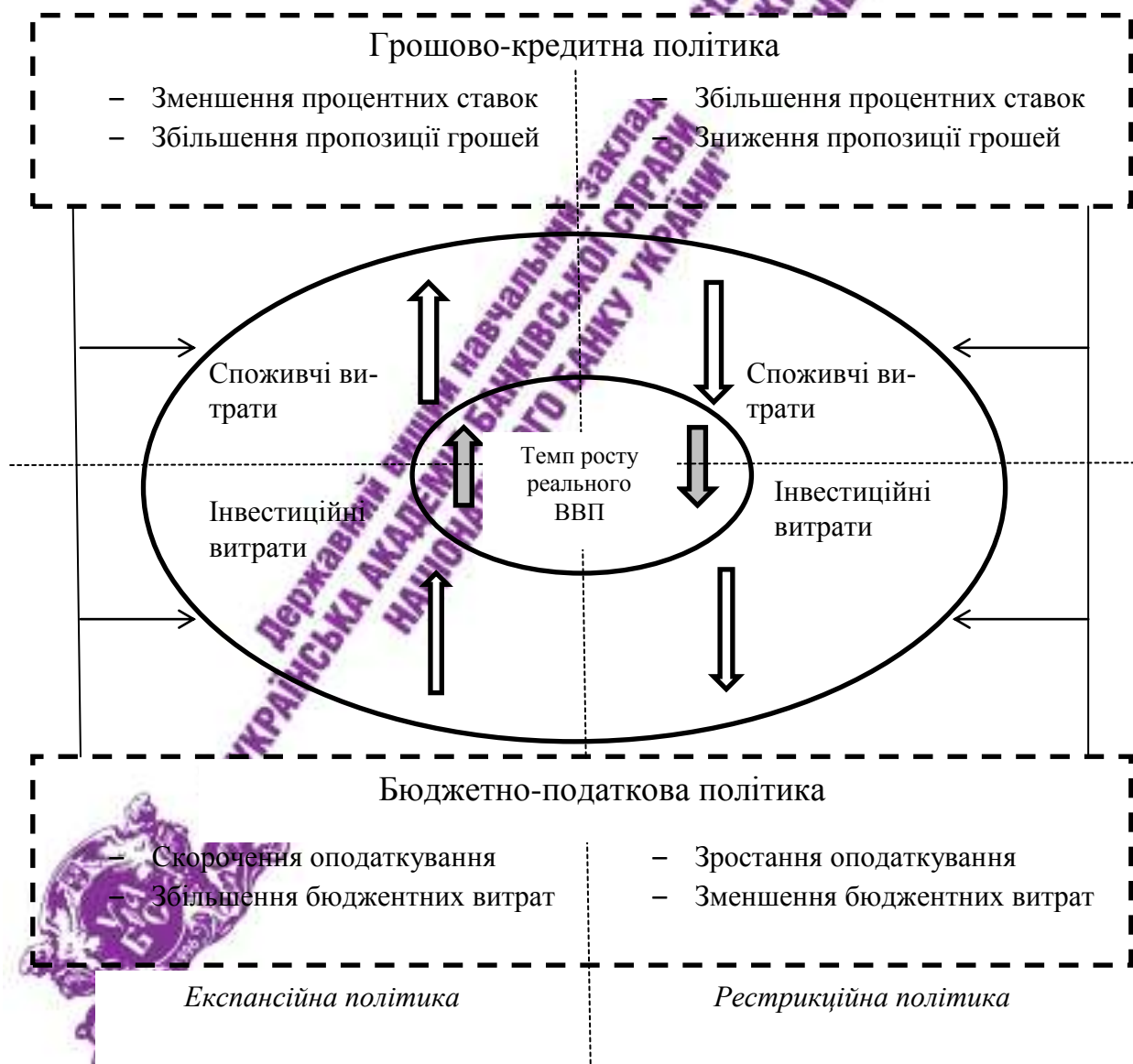


Рисунок 1.2 - Схема взаємодії заходів грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики в системі реалізації фінансової політики держави

Як вже зазначалося, функціональні складові фінансової політики визначають її цільову спрямованість в короткостроковій та довгостроковій перспективі. З врахуванням цього, як правило, дослідниками виділяються три групи цілей: тактичні (оперативні), проміжні та стратегічні (кінцеві) [37, 159]. При цьому необхідність виділення проміжних цілей пояснюється тим, що інструментарій фінансової політики, в основному, не має прямого, безпосереднього впливу на кінцеві параметри розвитку економічної системи: його використання передбачає складний передавальний механізм регулюючих імпульсів.

Як правило, тактичні цілі реалізації фінансової політики за певним напрямом визначаються у формі досягнення або збереження певного рівня дії конкретного інструменту, що перебуває у сфері безпосереднього контролю державних фінансових регуляторів. Так, наприклад, у США в 50-60-х, а також 80-х рр. ХХ ст. у якості операційної мети грошово-кредитної політики використовували дотримання певного рівня процентної ставки, а у 90-х рр. – ставку федеральних резервів. В свою чергу, орієнтири, що визначаються як проміжні цілі, формуються під дією тактичних з врахуванням реакції на них загальноекономічної кон'юнктури, очікувань та поведінки суб'єктів економіки. Більшість авторів відносять до їх складу процентні ставки за банківськими кредитами, співвідношення між коротко- і довгостроковими процентними ставками, динаміку пропозиції грошей, зміни обмінного курсу та ін.

Також варто відмітити, що вибір при виборі тактичних цілей необхідно враховувати негативні наслідки їх застосування, які визначаються обраним характером спрямованості фінансової політики (на стимулювання або стримування економічного розвитку в залежності від поточної фази економічного циклу), оскільки експансійна політика вимагає застосування додаткових обмежуючих заходів щодо зростання інфляції, а рестрикційна – щодо зростання безробіття та погіршення фінансового стану суб'єктів господарювання у зв'язку із скороченням виробництва [181].

Організаційний бік фінансової політики, на нашу думку, знаходить вираз у особливостях організації фінансової системи в країні, а також у вигляді комплексу заходів, що втілюються у відповідному фінансовому механізмі.

Найбільш широкий, на нашу думку, підхід до тлумачення поняття «фінансова система» застосовує В. Опарін, згідно з яким це – «сукупності фінансових відносин, з одного боку, і фінансових органів та інституцій, що управляють грошовими потоками, – з іншого [170, с. 23-24]. Проте, можна погодитися із зауваженням з цього приводу Р. Габбарда, який зазначає, що в умовах трансформаційної економіки на перше місце в подібній теоретичній моделі фінансової системи має вийти фінансовий ринок як база існування організаційних інститутів фінансової системи – банків, страхових компаній, інвестиційних компаній, пенсійних фондів тощо [30, с. 805]. Саме мережу ринків та інститутів, які є посередниками між заощадниками і позичальниками Р. Габбард позначає терміном «фінансова система» [30, с. 34].

Також доволі неоднозначним є трактування терміну «фінансовий механізм», що використовується в фінансовій літературі (додаток А). Так, наприклад, В. Базилевич та Л. Баластрик визначають його як «... сукупність економіко-організаційних та правових форм і методів управління фінансовою діяльністю держави у процесі створення й використання фондів фінансових ресурсів з метою забезпечення різноманітних потреб державних структур, господарських суб'єктів і населення» [3]. Близьке за сутністю визначення фінансового механізму дають і вчені В. Оспіщева та О. Близнюк [173].

У найбільш загальному випадку термін «механізм» незалежно від сфери його застосування означає сукупність елементів системи як цілісного утворення, які, в процесі взаємодії забезпечують рух системи у визначеному напрямку за рахунок узгодженого ланцюгового передавання та перетворення дії та руху між її складовими. З врахуванням цього В. Опарін надає більш досить широке визначення поняття «фінансовий механізм», зазначаючи, що

це – «...сукупність фінансових методів і форм, інструментів та важелів впливу на соціально-економічний розвиток суспільства» [170].

Суттєвим недоліком у наведених визначеннях фінансового механізму є відсутність повноти відображення його складу та структури, що вимагає виокремлення комплексу джерел забезпечення використання фінансових методів і важелів, зокрема правового, нормативного, інформаційного забезпечення. Крім цього, на нашу думку, даючи визначення цього поняття доцільно акцентувати увагу також на його об'єктивному зв'язку з реалізацією фінансової політики, яка саме і визначає функціональну спрямованість дії фінансового механізму та його органічний зв'язок з державним регулюванням економіки.

Синтезуючи вищевикладене, можна сформулювати таке визначення фінансового механізму: сукупність методичних, організаційних, нормативних та правових форм забезпечення, фінансових методів, інструментів, важелів та положень, на основі яких розробляють заходи, що за умови відповідного нормативно-правового закріплення та інформаційного супроводу визначають можливість реалізації фінансової політики держави, спрямованої на ефективне функціонування фінансово-економічних відносин в частині досягнення визначених цілей та завдань соціально-економічного розвитку за рахунок раціонального формування, розподілу й використання цільових централізованих і децентралізованих фондів грошових ресурсів.

Отже, реалізація фінансової політики відбувається у вигляді комплексу заходів, що втілюються у фінансовому праві, системі фінансів, фінансовій системі і фінансовому механізмі з метою якнайповнішого виконання фінансами своїх функцій. Особливість фінансової політики як науково-практичного поняття або як організаційно-економічної категорії полягає в тому, що в ній одночасно рівноправно співіснують об'єктивне (незалежне від волі і свідомості людей) і суб'єктивне (імперативне, державно-вольове, організаційно-управлінське) начала. За допомогою фінансової політики

здійснюється багатосторонній регулювальний вплив на ринкові відносини і процес розширеного відтворення, а саме:

- сприяння процесу нагромадження капіталу, який визначає темпи економічного зростання;
- вплив на процес реалізації сукупного суспільного продукту у цілому і додаткової вартості, зокрема;
- опосередковане регулювання відтворення робочої сили.

1.2 Процентні важелі в структурі трансмісійного механізму реалізації фінансової політики держави

Світовий досвід функціонування фінансових систем різних країн засвідчує, що дієві важелі забезпечення підвищення економічної та інвестиційної активності, досягнення економічного зростання, поліпшення якості життя населення містяться у сфері реалізації процентної політики центральних банків.

На сьогоднішній день грошово-кредитна політика, що проводиться Національним банком України в частині регулювання процентних ставок, не має чітких науково обґрунтованих методологічних засад та базується на досить суперечливих теоретичних концепціях західної економічної науки. Це не дозволяє уникнути низки фінансово-економічних проблем, пов'язаних з необхідністю пошуку компромісних шляхів щодо одночасної реалізації протилежних за економічною природою завдань – досягнення бажаного (з позиції активізації інвестиційних процесів) рівня процентної ставки та прийняттого (з точки зору збереження реальної вартості заощаджень) рівня інфляції.

Серед робіт вітчизняних вчених та практиків, присвячених проблемам грошової теорії, дослідженню попиту та пропозиції грошей, впливу на ці

процеси процентної політики, як найбільш вагомі можна відзначити праці таких вчених, як С. Брю, Дж. Кейнс, К. Макконелл, Дж. Тобін, М. Фрідмен, питаннями формування та реалізації грошово-кредитної політики також займалися Е. Долан, А. Єпіфанов [58], В. Зимовець [65], О. Лаврушин [8], Е. Кемпбелл, В. Стельмах [157] та ін. Дослідження цих вчених дозволили сформуванню загальні теоретичні засади та практичні основи формування та використання процентного інструментарію в процесі реалізації фінансової політики держави.

Складовою грошово-кредитної політики, що поєднує інструментарій, який широко використовується центральними банками практично всіх розвинених країн, є процентна політика, яка, насамперед, полягає в установленні і періодичній зміні центральним банком процентної ставки, за якою він здійснює рефінансування комерційних банків. Така офіційна процентна ставка центрального банку часто називається обліковою, або дисконтною.

В контексті дотримання умов макроекономічної рівноваги монетарні та фіскальні інструменти реалізації фінансової політики держави слід розглядати не як альтернативні, а в нерозривній єдності, причому з урахуванням опосередкованих проявів та довготермінових наслідків. Проведений автором аналіз існуючих каналів монетарної трансмісії дозволив обґрунтувати, що саме процентний канал є головним імпульсоутворюючим елементом в передавальному механізмі коригуючих впливів.

Тому на особливу увагу заслуговують процентні важелі реалізації фінансової політики держави, які в роботі запропоновано розуміти як процентні ставки, які встановлюються органами державного регулювання для конкретизації вартісних характеристик інструментів стимулюючого, стабілізуючого або стримуючого впливів на динаміку та напрямок руху фінансових потоків в бюджетно-податковій та грошово-кредитній сферах через процентний канал монетарної трансмісії.

У методологічному контексті досить важливим залишаються питання ідентифікації понять «процентні важелі» та «процентні інструменти» реалізації фінансової політики держави. В літературних джерелах дані поняття часто вживаються як синонімічні. Так, зокрема, автори «Сучасного економічного словника», Б. Райзберг, Л. Лозовский, О. Стародубцева, що назва важелі застосовується по відношенню до інструментів управління економікою, щоб відобразити той факт, що вони «...використовуються у якості засобу зміни економічного стану об'єкта, здійснення повороту в економіці» [133]. Як найважливіший елемент господарського механізму вони забезпечують можливість досягнення найвишого (найкращого) кінцевого результату щодо зміни цільових параметрів функціонування національної економічної системи в умовах здійснення найменших витрат всіх ресурсів.

З наведеного визначення можна зробити висновок, що поняття інструментів реалізації фінансової політики держави є більш загальним, оскільки включає в себе як фінансові важелі (інструменти, здатні істотно впливати на перебіг загальної макроекономічної ситуації в країні), так і широкє коло інших фінансових інструментів, які виконують другорядну роль в забезпеченні досягнення поставлених стратегічних та тактичних цілей економічного розвитку. На нашу думку, такий поділ фінансових інструментів на дві групи має логічний зв'язок з характером дії трансмісійного механізму реалізації фінансової політики держави.

Трансмісійний механізм можна розглядати як відносини з приводу передачі змін у використанні інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку на фінансову кон'юнктуру і в подальшому – на макроекономічні змінні, які відображають стан розвитку реального сектора економіки через складну сукупність каналів та зв'язків прямої і зворотної дії [103, с. 205]. В такому ланцюговому механізмі певний інструмент грошово-кредитної політики завжди виступає у якості первинного джерела виникнення імпульсу змін (фінансового важеля), коригування сили дії якого викликає відповідні реакції в параметрах дії на макроекономічні показники

інших фінансових інструментів. Спроби синтезувати різні підходи щодо реалізації грошово-кредитної політики призвели до того, що було виділено декілька каналів впливу цієї політики на економічну активність: канал процентної ставки, канал валютного курсу, кредитний канал, канал цін на активи (табл. 1.4).

Прямий канал, пов'язаний зі зміною процентних ставок, заснований на класичних моделях IS-LM – скорочення процентної ставки центральним банком призводить до зниження витрат за позиками і, як наслідок, до зростання інвестицій та споживання. Канал, пов'язаний з валютним курсом, відбиває вплив зміни процентної ставки на валютний курс (через надходження та відтік капіталу) та у підсумку – на сукупний випуск через зміни в експорті та імпорті. Дія кредитного каналу має місце, коли банки реагують на заходи грошово-кредитної політики в першу чергу не змінами процентних ставок, а обсягами кредитування. В свою чергу, канал, пов'язаний з цінами активів, демонструє, як змінюється рівень інвестицій та споживання в результаті зміни курсів акцій в наслідок вжиття заходів процентної політики центральним банком.

Аналіз множини каналів монетарної трансмісії (табл. 1.4) дозволяє зробити висновок, що саме процентний канал є головним імпульсоутворюючим елементом в передавальному механізмі коригуючих впливів з боку державної фінансової політики на стан економіки. Зміна ринкових процентних ставок, сформованих під дією облікової ставки, а також з врахуванням характеру динаміки інших фінансових інструментів, впливають на ефективність всіх каналів трансмісійного механізму.

Отже, з врахуванням означеної вище особливості у практиці більшості центральних банків різних країн світу основним інструментом монетарного впливу на економіку є процентні ставки, специфіка дії яких формує окремий, так званий процентний канал трансмісійного впливу. Загальний механізм дії цього каналу полягає в тому, що зміна грошово-кредитної політики (насамперед через офіційну облікову ставку) прямо впливає на

Таблиця 1.4 - Загальна характеристика каналів трансмісійного механізму

Назва каналу	Схема передачі монетарних імпульсів	Особливості використання для країн з фінансовим ринком	
		розвинутим	недостатньо розвинутим
Процентний	$Ms \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I, C \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow$	Є визначальним та дієвим	– низькі точність та швидкість передачі монетарних сигналів; – високий рівень ризиків, пов'язаних з недостатньою чутливістю банківських ставок проценту до зміни офіційних ставок центрального банку
Кредитний	$Ms \uparrow \rightarrow SL \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow$	– щільно пов'язаний з дією каналу цін активів, – кредитування є головним джерелом фінансування інвестицій лише в сфері малого та середнього бізнесу	– відіграє істотну роль в умовах банкоорієнтованої фінансової системи; – кредитування є головним джерелом інвестицій для суб'єктів господарювання незалежно від масштабу діяльності
Цін активів	Канал цін акцій: $Ms \uparrow \rightarrow D_{SH} \uparrow \rightarrow P_{SH} \uparrow \rightarrow q \rightarrow Tobin \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow$ Канал ефекту багатства: $Ms \uparrow \rightarrow P_{SH} \uparrow \rightarrow W \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow$ Канал цін на ринку нерухомості: $Ms \uparrow \rightarrow D_{re} \uparrow \rightarrow P_{re} \uparrow \rightarrow (I_{re} \uparrow; W \uparrow \rightarrow C \uparrow; BC \uparrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow) \rightarrow Y, P \uparrow$ Валютний канал: $Ms \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow (NE \uparrow \rightarrow Y, P \uparrow; Dept \uparrow \rightarrow L \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y, P \downarrow)$	Значимий, дієвий	– швидка передача монетарних імпульсів через канал валютного курсу; – серед множини цінних паперів переважає частка державних облігацій; – високий рівень доларизації економіки
Очікувань економічних суб'єктів	$Ms \uparrow \rightarrow \Delta \exp \rightarrow \Delta C, I \rightarrow \Delta Y, P$	Високий рівень передбачення майбутніх очікувань та довіри до політики центрального банку	– низька довіра до центрального банку; – акселеративний ефект очікувань на амплітуді циклічних коливань в економіці

Умовні позначення: M_s – маса грошей, i – реальні процентні ставки, I – інвестиційні витрати, C – споживчі витрати, Y – валовий внутрішній продукт, P – рівень цін, SL – пропозиція банківських кредитів, D_{SH} – попит на фінансові активи, P_{SH} – ціни на фінансові активи, q_{Tobin} – співвідношення ринкової та відновлюваної вартості капіталу (q -Тобіна), W – добробут домогосподарств, D_{re} – попит на нерухомість, P_{re} – ринкова вартість об'єктів нерухомості, I_{re} – інвестування в будівництво, BC – капітал банків, L – обсяги кредитування, e – курс національної валюти, exp – очікування, NE – чистий експорт, $Dept$ – борг корпорації в іноземній валюті; Δ – зміни, \uparrow – зростання, \downarrow – скорочення.

Джерело: складено автором

короткострокові ставки на фінансовому ринку і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних банків для економічних суб'єктів, впливаючи тим самим на заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витрат і попиту [85].

Зауважимо, що для традиційної кейнсіанської моделі трансмісійного механізму (IS-LM) характерним є виділення процентних ставок (а саме реальних процентних ставок) у якості єдиного важеля, що визначає інвестиційну активність суб'єктів господарювання в реальному секторі економіки.

Варто відмітити, що в умовах фінансової глобалізації певні порушення в механізмі дії трансмісійного механізму можуть виникати в країнах з недостатньо розвинутим фінансовим ринком, де дія процентного каналу та його роль як фундаментальної ланки передачі цільових імпульсів від державних регуляторів на зміну стану фінансового ринку та економіки є послабленою [31]. Проте М. Гудмундссон [188] відмічає, що фінансова глобалізація може спричиняти і посилення дії каналу, пов'язаного з процентною ставкою, сприяючи розвитку національних фінансових ринків в процесі фінансової лібералізації. Але, разом з тим, він визнає, що при наступному вирівнюванні цін на активи на національному та світовому фінансових ринках дія цього механізму знову послабне, оскільки в

загальному випадку процеси глобалізації скорочують можливості впливу на економіку через процентний канал, посилюючи дію каналу, пов'язаного з валютним курсом.

Основними процентними важелями, які в основному опосередковано регулюють кількість платіжних засобів, що знаходяться в обігу, є процентні ставки і норми обов'язкових резервів.

Положенням Про процентну політику Національного банку України [118], визначено, що процентна ставка – це установлений розмір плати за розміщені чи залучені кошти, що встановлюється Національним банком як важіль впливу на економічні процеси, застосовується у сферах економіки, банківської та зовнішньоекономічної діяльності, а також як інструмент в антиінфляційних заходах.

Поняття «процентної ставки» щільно пов'язано з об'єктивною економічною категорією – процент, що відображає своєрідну ціну запозиченої для тимчасового використання вартості [47, с. 232]. Методологічно для визначення величини проценту використовується відносна величина норма проценту (ставка проценту), яка вимірюється порівнянням суми прибутку до величини позичкового капіталу. Норма процента залежить від середньої норми прибутку, від співвідношення попиту і пропозиції на позичковий капітал на грошовому ринку, від економічної кон'юнктури, рівня інфляції тощо.

Традиційно в українській економічній науці суть проценту трактується як частина прибутку, яку позичальник сплачує за взятий у позику грошовий капітал. При цьому джерелом проценту є прибуток, який створюється у процесі продуктивного використання позичкового капіталу. Залежно від співвідношення ринкового попиту і пропозиції на позичковий капітал прибуток, що отримується суб'єктами господарювання у результаті здійснення господарської діяльності в умовах використання позикових джерел фінансування, розподіляється на підприємницький дохід (дохід виробника-позичальника) та процент (дохід кредитора) [5, с. 226].

В економічній літературі радянського періоду процент, як правило, розглядався як засіб зниження собівартості продукції. Це було можливим в наслідок включення процентів до складу собівартості продукції.

Першою науково обґрунтованою теорією, що намагалася пояснити природу проценту, стала концепція представника австрійської школи Е. Бем-Баверка, що отримала умовну назву «психологічна теорія процента». В ній передбачається, що психології людини властиво надавати перевагу поточним благам порівняно з майбутнім можливостями. З цієї причини люди завжди готові сплачувати кошти за можливість поточного використання необхідної їм суми грошей. З іншого боку, для власника коштів, який завжди має аналогічні психологічні уподобання, також цінною є можливість використання цього капіталу в даний момент часу. Це зумовлює формування певної ціни відмови від капіталу, що має форму процента. Тобто, головним чинником утворення проценту є фактор вартості часу [33].

В подальшому на цій концептуальній основі виникла класична (а згодом і її модифікований варіант – неокласична) теорія процента, яка ще має назву реальної або природної теорії процента, оскільки обґрунтування своїх положень базує не на суб'єктивних уявленнях поведінку економічних агентів, а на дослідженні співвідношення об'єктивних економічних явищ – попиту та пропозиції на позичковий капітал. Виникнення проценту в даній теорії пов'язано з порівнянням вартості блага майбутнього та блага сучасного на основі оцінки норми уподобання. При цьому процент також відображає ціну відмови від поточного використання блага, але його величина залежить від стану кон'юнктури на ринку капіталу та відповідає стану рівноваги між нормою доходу позичкового капіталу та норми часового уподобання. Додатна норма проценту ставки за позичковим капіталом (що відбиває класичну ситуацію існування процентних платежів – плату за користування коштами з боку позичальника) виникає в умовах існування позитивною норми уподобання [74].

Взагалі, виходячи з суто теоретичних міркувань, в класичній теорії процента передбачається, що норма уподобання може бути нульовою (коли економічним агентам байдуже в який час використовувати капітал), позитивною (коли перевага надається поточному використанню) та негативною (коли, навпаки, економічні агенти прагнуть відстрочити використання економічних благ). Але, як свідчить практика функціонування ринку капіталу, останній варіант є досить нереалістичним.

Отже, згідно з класичними поглядами, природний рівень відсоткової ставки досягається при її рівності нормі прибутку на капітал. За таких умов навіть збільшення грошової маси не спроможне вплинути на відсоткову ставку. Ринкова ж ставка процента постійно коливається під дією зміни кількості грошей, що змінює ціни. За умов стабільних цін реальна та природна відсоткові ставки вирівнюються.

В неокласичній модифікації даної теорії (так званій грошовій теорії процента) для пояснення виникнення процента як об'єктивного економічного феномену застосовується запропонований Дж. Кейнсом підхід виявлення схильностей економічних агентів до споживання та до збереження. Схильність до споживання визначається бажанням мати економічні блага в поточний момент часу, а до збереження – отримувати дохід, створювати та накопичувати страховий запас для покриття майбутніх потреб, своїх власних та нащадків. Подібне накопичення є можливим лише в результаті наявності попиту на грошові ресурси, задоволення якого має певну визначену ринком ціну – ціну відмови від ліквідності. При цьому головним фактором формування попиту на грошові ресурси є кількість грошей в обігу. На думку Кейнса, саме кількість грошей відіграє вирішальну роль при виборі економічними агентами між витрачанням та накопиченням грошового капіталу.

Дж. Кейнс визначає процент, як ціну, що «...урівноважує наполегливе бажання утримувати багатство в формі готівки з кількістю грошей, що знаходяться в обігу». При цьому він зауважує, що «... якби норма процента

була нижчою, тобто винагорода за розлучення з готівкою знизилася, сукупна кількість готівкових грошей, яку публіка бажала би мати на руках, перевищила б наявну пропозицію; а, якщо б норма процента зросла, виник би надлишок готівки, який ніхто не бажає утримувати» [40].

Отже, грошова теорія проценту базується на її визначенні як грошового феномена, який обумовлений процесами виключно в грошовій сфері.

Не зважаючи на широке розповсюдження грошової теорії відсотка в практиці обґрунтування грошово-кредитної політики, слід зауважити, що головним чинником відмови від ліквідності, на нашу думку, все ж таки залишається фактор часового уподобання. Ціна відмови від ліквідності виявляється виключно в часовому контексті. Люди відмовляться від поточного використання коштів та благ лише заради майбутніх доходів, встановлюючи за таку відмову ціну, що може відповідати, або не відповідати ціні попиту на грошові ресурси, враховуючи чисельні фінансові ризики.

Подальший розвиток теорії процента був пов'язаний із дослідженням впливу інфляції як одного з чинників виникнення фінансових ризиків на вартість грошей в часі, в наслідок чого І. Фішером було запропоновано розрізняти номінальну (без врахування інфляції) та реальну (з врахуванням інфляції) ставки процента.

Відомий дослідник економічної думки М. Блауг [11], провівши детальне дослідження історико-економічних аспектів дискусійного питання стосовно реальної та грошової природи процента в умовах, коли норма процента значною мірою визначається політикою державних органів грошового регулювання, прийшов до висновку, що процент – реальне (об'єктивне, природне) явище, якщо він проявляє себе як відносна ціна, і грошове явище, коли проявляє себе як абсолютна ціна. Відповідно, реальна теорія проценту адекватно відображає лише механізми впливу процентної політики на товарні ринки, в той час як грошова теорія пояснює лише дію цінового механізму на ринку капіталу. Проте довготермінова норма процента визначається переважно дією реальних чинників.

Разом з тим, на думку В. Зимовця [65], в нестабільних системах та системах, що реформуються, домінуючим фактором, який визначає процентну ставку, є грошовий ринок, оскільки при неузгодженості очікуваних темпів інфляції і номінальної процентної ставки з'являються можливості отримання інфляційного прибутку за рахунок істотного відхилення граничної ефективності капіталу від номінальної процентної ставки. Відповідно, більш слушною в умовах перехідної економіки є грошова теорія проценту і залежність процентної ставки від нагромадження реальних грошових залишків.

Отже, узагальнюючим індикатором стану грошової системи є реальна процентна ставка.

Значення реальних процентних ставок можна розраховувати за формулою:

$$1 + i = (1 + r) (1 + p), \quad (1.1)$$

де i – номінальна процентна ставка звичайної форми (у частках одиниці);

r – реальна процентна ставка (у частках одиниці);

p – коефіцієнт приросту споживчих цін.

Необхідними умовами зниження реальної процентної ставки є зростання заощаджень в абсолютному вираженні (що забезпечується зростанням реальних доходів) та реструктуризація активів (відносно зниження попиту на конвертовану валюту та товарно-матеріальні цінності, яке залежить від темпів інфляції). Швидкість такої реакції реальної процентної ставки при інших рівних обставинах залежить від ступеню охоплення банківською системою фінансових потоків, адже надлишкова готівка в обігу при жорсткому обмеженні первинних резервів звужує грошовий ринок і підвищує номінальну процентну ставку.

Реальна процентна ставка є об'єктивним відображенням того, яку частину доходу (ВВП) в грошовій формі контролює національна банківська система. Зростання реального ВВП може знизити реальну процентну ставку, але зниження номінальної процентної ставки ніяким чином не призведе до зростання доходу (воно може лише збагатити тих, хто першим матиме доступ до кредиту). Занижена номінальна процентна ставка потребуватиме додаткового адміністративного контролю за розподілом кредитів.

Реальна процентна ставка неоднакова в різних країнах саме через те, що вона є індикатором національних капітальних нагромаджень, тобто функцією від реального багатства в грошовій формі, накопиченого в даній країні на певний момент. Цінова стабільність забезпечує збереження вартості грошових нагромаджень у довгостроковій перспективі, висока реальна процентна ставка гарантує таке збереження, незважаючи на прискорення темпів інфляції.

У сучасних ринкових економіках методи державного регулювання відсоткової ставки побудовані переважно на їх концепції як грошового явища і реалізуються у короткотерміновому періоді. Можливості впливу на довготермінову відсоткову ставку реалізуються переважно через структурну та інвестиційну політику і визначення пріоритетів технічних інновацій.

Для визначення норми процента, яка постійно змінюється під впливом економічної кон'юнктури, у кожний момент часу використовується ринкова норма проценту. Для характеристики існуючого у певний період часу рівня доходу на позичковий капітал використовується середня норма процента.

Можна виділити такі об'єктивні чинники, що визначають рівноважну величину реальної середньої процентної ставки:

– у постсоціалістичних країнах при темпах інфляції, які не перевищують 25 % на рік, реальна ставка процента знаходиться в щільних межах (від 3,5 до 12 % річних валютної доходності); при досягненні повної фінансової стабілізації (темпах інфляції на рівні 1% на рік) валютна

доходність врівноважується з реальною доходністю, визначеною за динамікою цін (процентний паритет) на рівні 3 % річних;

– у ринковій економіці при темпах інфляції понад 60 % на рік грошова система конкретної країни виходить за межі стабільності, монетизація ВВП скорочується і перетинає межу 30 %, що потребує проведення політики високих процентних ставок (вище 25 % річних валютної доходності) для збереження реальної вартості заощаджень у пасивах національної банківської системи [60].

Зауважимо, що фінансові системи провідних країн світу демонструють стійку довгострокову тенденцію до зниження середньої норми проценту, що пов'язано з постійним зростанням обсягів позичкового капіталу і, як наслідок, формування ситуації переважання приросту пропозиції на ринку капіталу над попитом. Одним з факторів стрімкого розширення ринку позичкового капіталу також є інтенсивний розвиток банківських інформаційних технологій, що істотно розширює можливості щодо залучення тимчасово вільних коштів.

Таким чином, сучасна грошово-кредитна політика країн з ринковою економікою побудована на принципах лібералізації процентних ставок й узгодження облікової ставки з ринковою та очікуваними темпами інфляції. Фінансова стабільність, тобто низькі темпи інфляції в довгостроковій перспективі, є необхідною умовою поступового зниження реальної процентної ставки в країнах, валюти яких не використовуються як резервні (Італія, Іспанія, Франція, Канада), та підтримання її на низькому рівні для грошових систем, які емітують резервні валюти (Німеччина, США, Швейцарія).

Аналіз світової практики дозволяє виділити три різновиди процентної політики:

1) циклічний або активна процентна політика (Німеччина, Японія, США);

2) валютний або політика, спрямована на зовнішню стабільність грошової одиниці (Франція);

3) індикативний або пасивна процентна політика (Іспанія, Канада)

Узагальнено розглянуті вище положення щодо механізму дії процентних ставок на стан економіки країни подано на рис. 1.3.

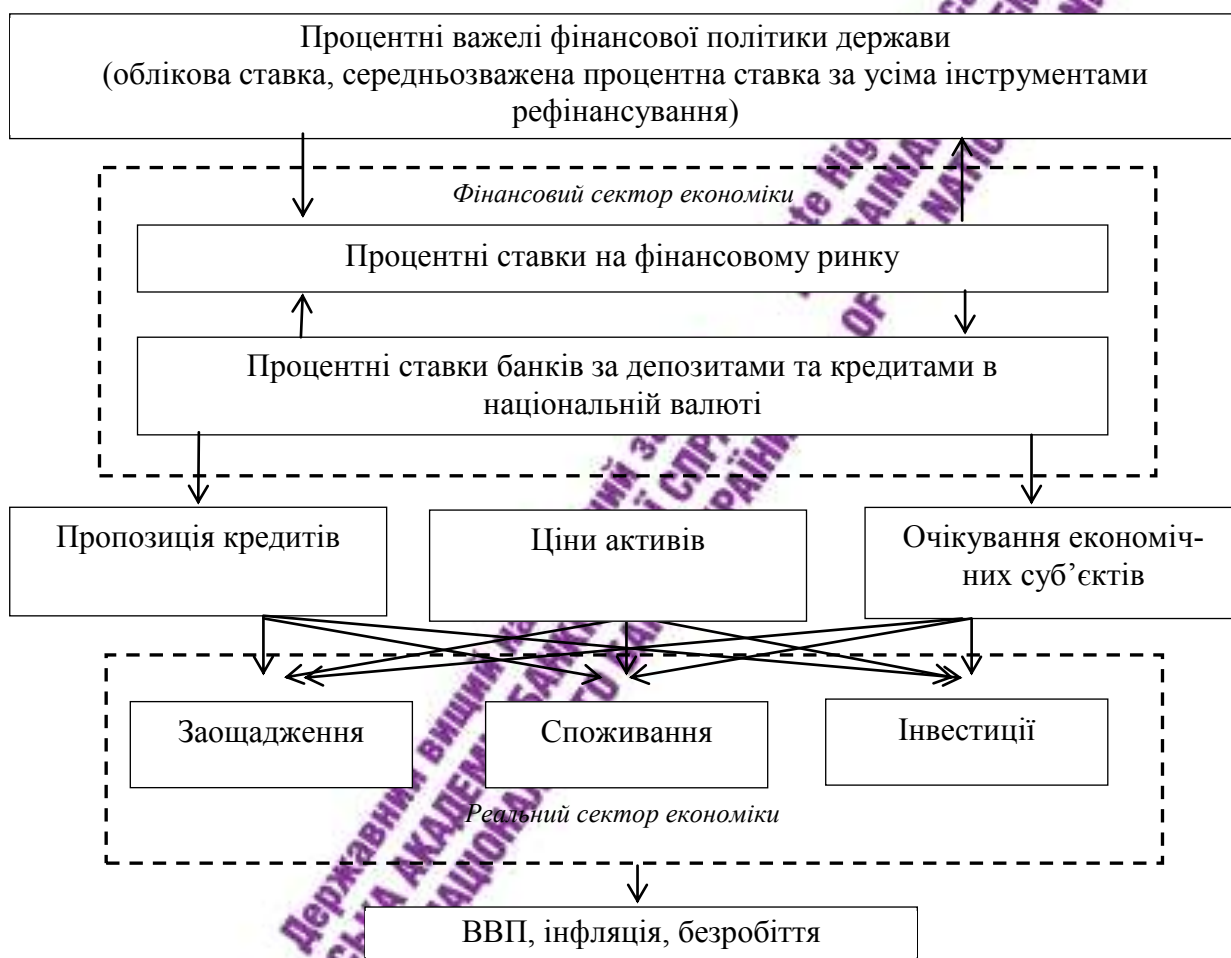


Рисунок 1.3 - Механізм впливу процентної політики центрального банку на реальний сектор економіки країни

Джерело: розроблено автором

Б. Гришев трояко визначає завдання, які виконують процентні ставки в системі реалізації грошово-кредитної політики:

- 1) виконання ролі індикатора монетарної політики;
- 2) формування каналів імпульсної трансмісії цієї політики;

3) набуття форми гнучких інструментів акумулювання позичкового фонду і переміщення кредитних активів від кредитора до позичальника [68, с. 71].

Відповідно, політика відсоткових ставок передбачає досягнення трьох ключових цілей: інтенсифікація росту економіки за допомогою помірно низьких кредитних ставок, стримування інфляції і забезпечення стійкості національної валюти на міжнародних валютних ринках шляхом незначного поступового зростання процентних ставок. Як наслідок, існує ймовірність формування зустрічного руху процентних ставок в межах грошового та позичкового ринків у напрямку їх підвищення і зниження, механізмом протидії чому є селективна процентна політика відсоткових ставок на користь пріоритетних секторів, але ці заходи є досить складними [68, с. 72].

В економічних системах процес формування системи відсоткових ставок тісно пов'язаний та взаємообумовлений процесами в реальній економіці. Прибутковість реальних чинників виробництва визначає загальний рівень прибутковості позичкового капіталу та рівень відсоткових ставок.

На практиці процес визначення необхідної величини процентних ставок центральним банком країни є чітко формалізованою процедурою, що базується на використанні певних правил грошово-кредитної політики. Ці правила дозволяють визначити індикативну величину процентних важелів як вихідний пункт для прийняття остаточного рішення, яка в наступному може бути дещо скоригована з врахуванням структурних зрушень та інших ускладнень, що виникають в реальному секторі економіки.

В загальному розумінні правила грошово-кредитної політики – це узагальнений вираз, що алгебраїчно, чисельно або графічно пояснює як контрольовані змінні політики, такі як цільова (або офіційна) процентна ставка або монетарна база, мають змінюватись у відповідь на коливання макроекономічних величин, таких як інфляція і ВВП [191, 89].

Правила, що стосуються встановлення величини процентної ставки, належать до так званої групи «правил інструментів». Це правила монетарної політики у “вузькому розумінні”, згідно з якими контрольована центральним банком змінна виражається як функція від наперед визначених або прогнозних макроекономічних величин.

Розвиток даних правил в історичному аспекті, а також основні їх характеристики подано в табл. 1.5. Аналіз наведених формалізацій доводить, що політика центральних банків різних країн, в тому числі, і України, може бути описана тією або іншою версією (модифікацією) правила Тейлора.

Таблиця 1.5 - Правила встановлення центральним банком цільових процентних ставок

Рік	Правило	Формалізація правила	Економічний зміст	Автори	Авторська оцінка окремих параметрів
1898	Правило процентної ставки Кнута Вікселя	$i_t = a + b \cdot (\pi_t - \pi^*)$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка та гета інфляції (закрита економіка)	Кнут Віксель	-
1993	Правило Тейлора	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \pi^* + r^*$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка та гета інфляції та гета ВВП (закрита економіка), стабілізаційний характер дій грошового регулятора	Джон Тейлор	$\alpha = 1,5$ $\beta = 0,125$
1993	Правило Хендерсона-МакКібіна	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y})$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка та гета інфляції та гета ВВП (закрита економіка)	Д. Хендерсон, У. МакКібин	$\alpha = 2$ $\beta = 0,5$

Продовження таблиці 1.5

Рік	Правило	Формалізація правила	Економічний зміст	Автори	Авторська оцінка окремих параметрів
1995	Простий індекс монетарної кон'юнктури	$i_t = \pi_t - d \cdot (\varepsilon_r)_t$	Стимулювання залучення інвестицій у результаті реального зміцнення валюти (відкрита економіка)		$d = 1/3$
1999	Правило на базі інфляційного прогнозу	$i_t = f \cdot i_{t-1} + g \cdot E_t(\pi_{t+j})$	Адаптивність короткострокової номінальної ставки відсотка та співспрямованість зміни короткострокової ставки процента та очікуваної інфляції (закрита економіка)	Г. Роденбуш, Л. Свенсон	$f = 0,5$ $g = 5$ $j = 5$
1999	Правило Болла	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \gamma_1 \cdot (\varepsilon_r)_t + \gamma_2 \cdot (\varepsilon_r)_{t-2}$	Модифікація правила Тейлора, адаптація для відкритої економіки	Л. Болл	$\alpha = 2,51$ $\beta = 1,93$ $\gamma_1 = -0,43$ $\gamma_2 = 0,3$
1999	Модифікація правила Тейлора за Клариде	$i_t = \sum_{i=1}^T \alpha_i \cdot E_t(\pi_{t+i} - \pi^*) + \sum_{i=1}^T \beta_i (Y_t - \bar{Y}) + \sum_{i=1}^T \phi_i (i_{t-1} - i^*) + \pi^* + r^*$	Правило з абсолютною пам'яттю всіх шоків, адаптивно-перспективний характер щодо інфляції, згладжуючий вплив на номінальну короткострокову ставку процента (закрита економіка)	Р. Клариде	-

Продовження таблиці 1.5

Рік	Правило	Формалізація правила	Економічний зміст	Автори	Авторська оцінка окремих параметрів
2001	Оціночне правило для відкритої економіки банку Англії	$i_t = f \cdot i_{t-1} + \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \theta \cdot \Delta \varepsilon_t$	Комбінація правил Тейлора та Болла (відкрита економіка)	Н. Багліні, Р. Харрісон, С. Милард	$f = 0,68$ $\alpha = 0,322$ $\beta = 0,075$ $\theta = -0,014$
2001	Перша модифікація правила Тейлора за Марзо	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + h \cdot (i_{t-1} - i^*) + \pi^* + r^*$	Правило Тейлора + згладжуючий вплив на ставку процента (закрита економіка)	М. Марзо	-
2001	Друга модифікація правила Тейлора за Марзо	$i_t = \sum_{i=1}^T \alpha_i (\pi_{t-i} - \pi^*) + \sum_{i=1}^T \beta_i (Y_{t-i} - \bar{Y}) + \sum_{i=1}^T \phi_i (i_{t-i} - i^*) + \pi^* + r^*$	Адаптивний варіант модифікації за Клариде (закрита економіка)	М. Марзо	-

Умовні позначення: $\Delta \varepsilon_t$ – зміни номінального валютного курсу в момент часу t ; i_t – номінальна короткострокова ставка процента в момент часу; r_t – реальна короткострокова ставка процента в момент часу; b – коефіцієнт реакції i_t на інфляційний геп в правилі Кнута Вікселя; $(Y - \bar{Y})$ – геп ВВП; π^* – інфляційний орієнтир центрального банку; i^* та r^* – рівноважні номінальна та реальна ставки процента; $E_t(\pi_{t+j})$ – очікувана в момент часу t інфляція на період $(t + j)$;

Джерело: складено автором на основі [89, 102]

Отже, на сьогоднішній день Правило Тейлора (Taylor rule) є найбільш розповсюдженим серед правил грошово-кредитної політики. Воно має безліч модифікацій, оскільки будь-яке правило, що включає в себе у якості змінних параметрів темп ВВП та інфляції, носить ім'я Джона Тейлора – професора Стенфордського університету.

Розгорнуте рівняння Правила Тейлора має такий вид:

$$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \pi^* + r^* , \quad (1.2)$$

де α та β – коефіцієнти зворотної реакції, що відбиває рівень агресивності реагування центрального банку на шоки.

Коефіцієнти рівняння підбираються з врахуванням декількох умов:

- прийнятна амплітуда варіації ВВП, інфляції та процентної ставки при використанні правила;
- усунення надлишкового повторного циклу коливань змінних, коли після початкового шоку та застосування інструмента грошово-кредитної політики ВВП, інфляція та ставка процента змінюються з більшою амплітудою;
- відсутність гіперреакції грошово-кредитної політики на шоки, в результаті якої ціновий шок трансформується у шок попиту, та навпаки;
- відсутність уподобань влади щодо регулювання інфляції в частині часового періоду, протягом якого інфляція після шоку повертається до цільового значення, швидкості переходу на новий рівень цільового орієнтиру тощо.

Значення вагового коефіцієнту при змінній інфляції зазвичай обирається більше одиниці, що передбачено так званим «принципом Тейлора», згідно з яким центральний банк більш агресивно реагує на зміну цін, ніж на зміну ВВП.

Включення гепу ВВП до параметрів Правила Тейлора зумовлене двома обставинами:

- він є індикатором майбутньої інфляції;
- він дозволяє розмежувати шок попиту та ціновий шок, оскільки у випадку шоку попиту геп ВВП та інфляція змінюються в одному напрямі, а при ціновому – в різних.

Правило Тейлора може бути істотно модифіковане. В його рівняння часто включають лагговану процентну ставку, що надає правилу

адаптивний та інерційний характер. Його можна застосовувати для прогнозування, замінивши змінну інфляції на очікувану величину. В цьому випадку прогноз інфляції буде розглядатися як проміжна мета грошово-кредитної політики. Включення до складу правила Тейлора у якості змінного параметру валютного курсу модифікує його у правило Болла.

Нині існує декілька наукових розробок, що стосуються моделювання процентних ставок на фінансових ринках різних країн. На нашу думку, всі роботи з прогнозування процентних ставок можна розподілити на дві широкі категорії: методологічні та емпіричні дослідження.

Перша категорія досліджень охоплює моделі прогнозування, що засновані на описаних вище теоретичних підходах. Так, згідно з рівнянням Фішера майбутні номінальні ставки відсотка отримуються шляхом сумування очікуваних реальних ставок та очікуваної інфляції. Існує багато моделей прогнозування двох останніх показників.

Деякі автори ((Kinal, Lahiri, 1988 и др.) розглядають реальну ставку як випадкове явище. Вони пояснюють це ефективністю фінансових ринків, що викликає відповідну реакцію ринкових агентів на будь-яку нову інформацію, наприклад, відхилення від прогнозованих показників інфляції та платіжного балансу. Разом з тим, чисельна група економістів впевнена, що рух процентних ставок доцільно пояснювати лише моделями з розгорнутою структурою. Ці моделі можуть включати, зокрема, «ефект багатства», який викликає зниження процентних ставок за певних умов (Mundell, 1963), та «ефект податків», що діє в протилежному напрямі (Darby, 1975).

Що стосується прогнозування темпів інфляції, то більшість моделей (Fama, 1975 та ін.) заснована на концепції раціональних очікувань, за якою інфляційні очікування пов'язані з минулою інфляцією та інструментальними факторами, наприклад, грошовою масою та економічним зростанням.

Інший напрям досліджень пов'язаний з глобальним підходом до пояснення внутрішніх процентних ставок (Aliber, 1973; Brown, 1983). В умовах існування ефективних світових фінансових ринків з повною

мобільністю капіталів, внутрішні процентні ставки повинні дорівнювати сумі ставок світових ринків за кредитами із зіставним рівнем ризику та очікуваної девальвації національної валюти.

Друга категорія досліджень охоплює емпіричний аналіз динаміки номінальних та реальних процентних ставок в різних країнах та спроби їх пояснення за допомогою теоретичних моделей. Так, в роботі (Gupta, Moazzami, 1996) досліджувався зв'язок між процентними ставками та бюджетним дефіцитом в різних країнах та, зокрема, було проведено оцінку ролі інфляційних очікувань та справедливості гіпотези Фішера. За результатами досліджень автори зробили висновки, що вирішальну роль у формуванні процентних ставок відіграють специфічні для країни фактори, що не дозволяє розповсюджувати висновки, зроблені для однієї країни, на практику грошово-кредитного регулювання інших. С. Ван Вийнберген (van Wijnbergen, 1983) всебічно вивчав управління процентними ставками в країнах, що розвиваються, та побудував моделі, що дозволяють оцінювати вплив процентних ставок на збереження, економічне зростання та інфляцію, підтвердивши свої результати емпіричними даними Південної Кореї.

В свою чергу, Г. Делькастільо (del Castillo, 1991) запропонував інший підхід до визначення процентних ставок, який передбачає використання системи з ковзкою фіксацією валютного курсу. Він показав, що наявність істотних політичних ризиків призводить до істотних відхилень ставок на внутрішньому ринку від рівнів, що відповідають паритету процентних ставок з врахуванням оголошеної майбутньої динаміки обмінного курсу. Оскільки українська економіка демонструє подібну ситуацію, то, на нашу думку, в подальшому дослідженні доцільно використовувати означений вище підхід для моделювання процентних ставок.

Відсоткові ставки відіграють важливу роль в оцінці економічної ситуації та у прийнятті економічних рішень. Поряд з ринковою ціною відсоткові ставки є найбільш вживаним інструментом економічної оцінки.

Використання відсоткових ставок дає змогу аналізувати економічні явища у динаміці та, що важливо, зіставляти в часі грошові потоки.

Теоретичне дослідження основних підходів у сучасній економічній теорії до проблеми формування процентних ставок дозволило зробити такі висновки щодо значення і ролі процентної ставки в ринковій економіці:

- в короткостроковому періоді процентна ставка виконує функцію ефективного регулятора грошового обігу та ділової активності, а також стабілізує кон'юнктурні коливання на фінансовому ринку;

- зниження реальної процентної ставки створює сприятливе середовище для економічного розвитку лише у тих економічних системах, де зростає реальний ВВП;

- в довгостроковому аспекті процентна ставка є досконалим індикатором достатності внутрішніх грошових заощаджень, оскільки визначається виключно ринковими чинниками і не може бути штучно змінена за допомогою інструментів грошово-кредитної політики.

Процентна політика здійснює вплив не лише на стабільність грошової маси в цілому та банківської діяльності зокрема, вона є базисом існування кредитних відносин у державі, тобто прямо чи опосередковано зачіпає інтереси всіх юридичних та фізичних осіб. Досліджуючи механізм дії процентної політики центрального банку, можна зробити висновок, що встановлення ним відсоткових ставок є лише першим етапом регулювання зазначеної системи відносин, а всі наступні процеси в структурі банківського бізнесу виступають у формі реалізації механізму процентної політики.



1.3 Проблеми та перспективи реалізації процентної політики Національного банку України

Для України надто важливим є сьогоднішній досвід центральних банків розвинутих країн щодо регулювання процентних ставок в умовах глобальної фінансової нестабільності.

В нормативно-правовому полі України визначено, що процентна політика Національного банку – це регулювання Національним банком попиту та пропозиції на грошові кошти як через зміну процентних ставок за своїми операціями, так і шляхом рекомендацій щодо встановлення процентних ставок за активними та пасивними операціями банків з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій [118]. У ст. 27 Закону України "Про Національний банк України" [127] зазначається, що НБУ встановлює порядок визначення облікової ставки та інших процентних ставок за своїми операціями.

Слід зауважити, що ст. 25 Закону України "Про Національний банк України" [127] розглядає процентну політику і механізм рефінансування банків як окремі елементи методів та засобів регулювання грошово-кредитної системи, тобто ставка проценту і рефінансування комерційних банків визначаються як відокремлені інструменти грошово-кредитної політики. Такі ж інструменти передбачено статтею 66 Закону України "Про банки і банківську діяльність" [121] як форми індикативного регулювання діяльності банків. Проте в економічній теорії до класичного інструменту грошово-кредитної політики належить тільки політика проценту, а ставка рефінансування, як правило, розглядається як її структурний елемент.

Таким чином, категорія процентна політика може вживатися у широкому та вузькому сенсі. Положення ст. 27 Закону України "Про

Національний банк України" [127] висловлює вузьке трактування процентної політики – встановлення процентних ставок лише за операціями НБУ. В більш широкому розумінні дефініція "процентна політика" характеризує вплив на відсоткові ставки за всіма операціями комерційних банків. Виходячи з такого тлумачення, вони мають різносторонній вплив: 1) регулювання обсягу збережень та інвестицій; 2) контроль рівня ділової активності; 3) стримування інфляції [68, с. 27]. Таке розуміння процентної політики відповідає кейнсіанській концепції грошово-кредитної політики.

Основним інструментом, який використовує НБУ для впливу на динаміку фінансового ринку, є процентна ставка за інструментами рефінансування, при цьому облікова ставка, що вважається базовою, відіграє лише роль орієнтиру для інших процентних ставок НБУ. Ключовою ставкою, тобто ставкою, за якою НБУ проводить найбільший обсяг операцій, є процентна ставка за кредитами овернайт.

НБУ у якості базового інструменту процентної політики та індикатору монетарної політики використовує облікову ставку.

Облікова ставка Національного банку – один з монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк встановлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період, і є основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, що відбуваються в макроекономічній, бюджетній сферах та на грошово-кредитному ринку [118, 122].

Облікова ставка має особливий статус в національній економіці, оскільки вона фактично є вартістю, за якою центральний банк випускає гроші в оборот через механізм первинної безготівкової емісії. Відповідно, це дає підстави розуміти облікову ставку як офіційну ціну грошей, на яку мають орієнтуватися всі інші суб'єкти ринку.

Відповідно до статистичних оцінок НБУ, облікова ставка є найнижчою з різних ставок рефінансування, а її динаміка визначає динаміку інших

процентних ставок для різних інструментів фінансової політики. Крім того, в економіці України облікова ставка виконує також функції, безпосередньо не пов'язані з монетарною політикою. Так, через прописаний в нормативних актах порядок визначення розмірів пені, штрафів, зборів та інших платежів, облікова ставка фактично є одним з інструментів врегулювання фінансових аспектів господарсько-договірних відносин (додаток Б).

Національний банк України визначає розмір облікової ставки, дотримуючись таких основних принципів:

- облікова ставка використовується Національним банком України одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші;

- облікова ставка є одним із чинників, що характеризують основні напрями змін грошово-кредитного регулювання;

- облікова ставка має завжди підтримуватися на позитивному рівні по відношенню до прогнозного рівня інфляції, який визначається схваленими Кабінетом Міністрів України основними прогнозними макроекономічними показниками на відповідний рік та враховується під час складання державного бюджету з наступними змінами;

- облікова ставка є найнижчою серед процентних ставок, за якими Національний банк може підтримати ліквідність банків [118, 131].

Відповідно до базових положень процентної політики Національного банку України визначення рівня та характеру змін облікової ставки залежить від загальних тенденцій економічного розвитку, перебігу макроекономічних та бюджетних процесів, поточного та прогнозного стану грошово-кредитного ринку. При цьому до уваги беруться тенденції розвитку та змін таких показників, як:

- фактичний та прогнозний рівень інфляції у відповідному періоді;

- фактичний та прогнозний рівень зміни індексу цін виробників промислової продукції, рентабельність основних галузей економіки;
- фактичний та прогнозний рівень реального валового внутрішнього продукту;
- розмір дефіциту державного бюджету та джерел його покриття;
- фактичний та прогнозний розмір платіжного та торгового балансів;
- темпи приросту грошової маси в обігу;
- фактична та прогнозна структура випущених в обіг Національним банком платіжних засобів у відповідному періоді;
- динаміка процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів;
- динаміка процентних ставок за кредитами та депозитами банків [118].

Крім того, Національний банк під час визначення облікової ставки враховує й інші фактори, які можуть вплинути на вартість коштів у національній валюті, насамперед, інфляційні очікування, процентні ставки рефінансування, які використовуються центральними банками країн, що мають тісні торговельно-економічні зв'язки з Україною тощо.

Наприклад, як свідчить світовий досвід, облікова ставка, зростає на 1,5 % при підвищенні рівня інфляції на 1 %, і знижується на 0,5 % при зниженні темпів приросту ВВП на 1 %. Відповідно, залежність між рівнем облікової ставки, рівнем інфляції та темпами змін ВВП можна виразити формулою:

$$C_p = C_b + 1,5P_i - 0,5T, \quad (1.3)$$

де C_p – розрахунковий рівень облікової ставки, %;

C_b – базовий (початковий) рівень облікової ставки;

P_i – рівень інфляції, %;

T – темпи змін валового внутрішнього продукту, %.

В фінансово-економічній літературі, як правило, причини, що впливають на рівень облікової ставки об'єднуються в дві групи:

- причини, обумовлені загальними тенденціями розвитку національної економіки;
- причини, пов'язані з рішенням центрального банку щодо грошової сфери.

Перша група причин є первинною щодо другої, оскільки розвиток секторів економіки впливає на рішення центрального банку в грошово-кредитній сфері.

Зростання рівня облікової ставки призводить до зростання вартості позичок центрального банку країни для комерційних банків. Останні прагнуть компенсувати втрати, зумовлені підвищенням облікової ставки, за рахунок підвищення ринкових ставок за кредитними продуктами, які вони пропонують позичальникам (економічним суб'єктам). Більше того, подорожчання позичок центрального банку скорочує попит на них з боку комерційних банків. Як наслідок, зростання облікової ставки в короткостроковому періоді має наслідком падіння обсягів рефінансування, зниження грошової бази і звуження грошової пропозиції. Зниження регулятором ставки має зворотний вплив: стимулює підвищення попиту на кредит з боку комерційних фінустанов, інтенсифікує зростання обсягів рефінансування, розширює грошову базу і збільшує пропозицію грошей.

Шляхом зміни пропозиції грошей відсоткова політика центрального банку здійснює вплив на всі ринкові процентні ставки, а саме на відсотки за всіма існуючими типами операцій, які проводяться на грошовому ринку. Зокрема, розширення грошової пропозиції викликає зниження відсоткових ставок комерційних банків, що призводить до зростання кредитних вкладень і стимулює таким чином активність в реальному секторі економіки.

Процентна політика центрального банку здійснює вплив на динаміку кон'юнктури фондового ринку, і, як наслідок, на дохідність цінних паперів. Зокрема, підвищення регулятором облікової ставки призводить до зростання відсоткових ставок комерційних банків за класичними продуктами. Для суб'єктів економіки в цьому випадку стає більш привабливим розміщення

коштів на депозитах з огляду на зростання їх дохідності, а для фінустанов зростає привабливість прямого кредитування економічних суб'єктів з огляду на підвищення його вартості. Внаслідок дії наведених факторів попит на цінні папери поступово скорочується, ринкова ціна фінансових інструментів прямує до зниження, а їх дохідність, відповідно, – до зростання.

Зниження регулятором облікової ставки має наслідком зростання попиту на цінні папери, підвищення їх ринкової вартості, і таким чином – зниження дохідності.

Процентна політика центрального банку опосередковано впливає на стабільність обмінного курсу національної валюти за рахунок механізму припливу (відпливу) спекулятивних капіталів, які переміщуються між країнами з метою пошуку найбільш прибуткового розміщення. Зростання облікової ставки центрального банку сприяє імпорту короткострокових ресурсів у країну з тих ринків, де облікова ставка виявляється нижчою, а отже, здійснює позитивний вплив на платіжний баланс і викликає подорожчання національної валюти. У разі зниження облікової ставки спостерігається відплив капіталів із країни на ті ринки, де облікова ставка вища, що сприяє послабленню національної валюти [108].

Регулятори визначають рівень облікової ставки, досліджуючи, по-перше, стан економіки і, по-друге, грошового ринку, перспектив його подальшого розвитку, а також враховуючи визначені цільові орієнтири грошово-кредитної політики. Ключовий принцип, якого постійно дотримуються центральні банки при встановленні облікової ставки, полягає у визначенні більш високого рівня відносно інфляції.

Крім облікової процентної ставки, Національний банк України з метою ефективного управління грошово-кредитним ринком, обсягами грошової маси в обігу, виконання функції кредитора останньої інстанції встановлює за своїми операціями процентні ставки (додаток В):

- рефінансування;
- за кредитами овернайт;

- за стабілізаційними кредитами;
- за депозитами овернайт;
- залучення тимчасово вільних коштів банків [118].

Динаміка зазначених процентних важелів протягом місяців 2008-2011 рр. подана на рис. 1.4.

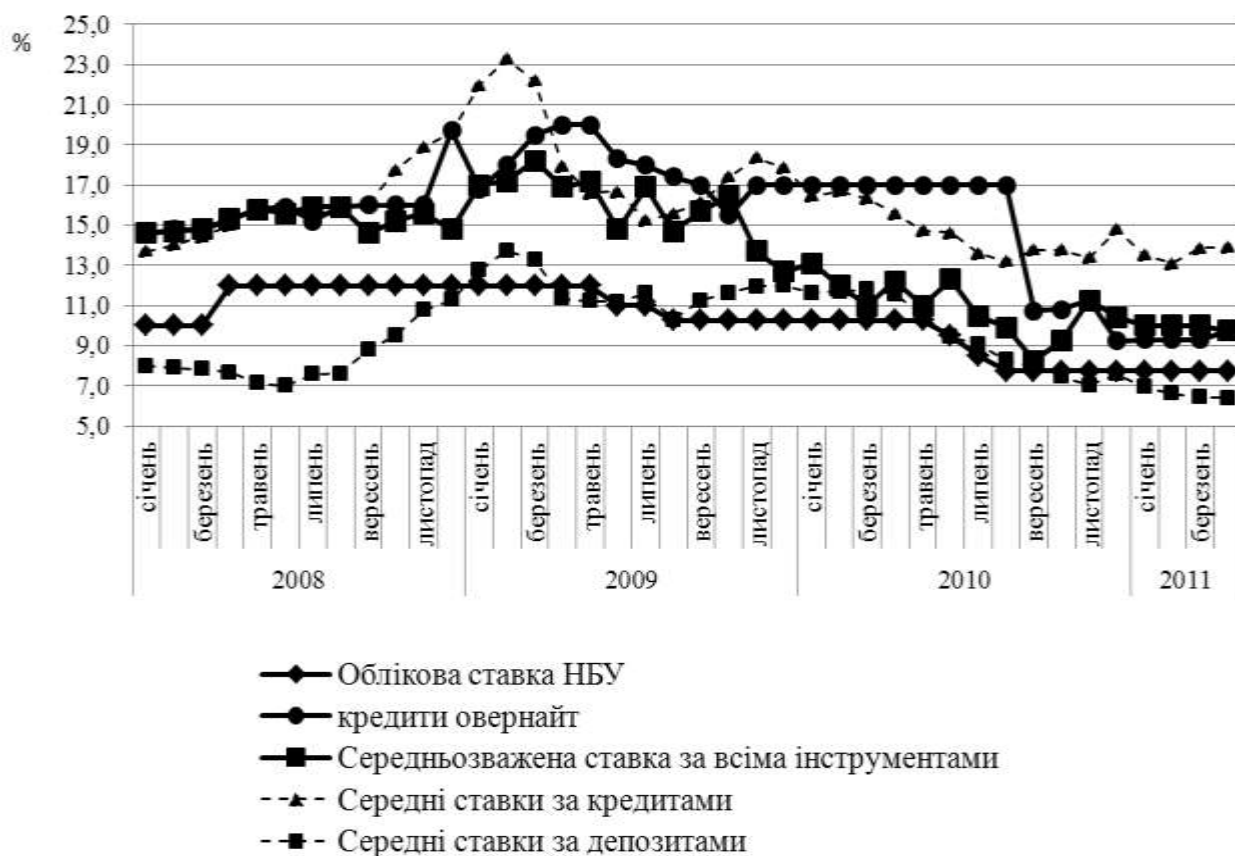


Рисунок 1.4 - Процентні важелі впливу фінансової політики на економічну систему України у 2008-2011 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ

Як видно з рис. 1.4, ставки рефінансування Національного банку України не виконують свою індикативну функцію, оскільки динаміка середніх ставок за кредитами та депозитами не має чітко зв'язку з основними видами ставок рефінансування – обліковою ставкою, ставкою за кредитами овернайт та середньозваженою ставкою за всіма інструментами

рефінансування. Зауважимо, що облікова ставка НБУ вказує на експансійний характер поточної монетарної політики, оскільки вона перетворюється в реальну процентну ставку на рівні лише 3,85%. Крім того, привертає увагу існування певного дисбалансу між існуючим рівнем облікової ставки (7,75%) та базовими ставками рефінансування овернайт (15,5% і 17%), який може негативно вплинути на інфляційні очікування приватного сектора.

Все це зумовлює зниження ефективності монетарної політики держави, оскільки формує серед суб'єктів господарювання хибні уявлення про спрямованість грошово-кредитної політики, пріоритети та перспективи економічного розвитку.

В сучасній Європі ставки за основними операціями рефінансування є ключовими індикаторами монетарної політики. При цьому Європейський центральний банк (ЄЦБ) використовує так звану «модель коридору», яка передбачає, що орієнтуючись на рівень процентних ставок рефінансування формується прозорий та симетричний діапазон можливої варіації ставок за кредитами та депозитами в банківській системі. Згідно «моделі коридору» ЄЦБ прагне регулювати ринкові процентні ставки за позиками овернайт та давати чіткий сигнал щодо напрямку монетарної політики при нормальних обставинах.

Маніпулювання обліковою ставкою слід розглядати як запобіжний активний важіль впливу на попит і пропозицію на грошовому ринку. Процентна політика Національного банку України пройшла складну історію свого становлення (табл. 1.6).

Огляд особливостей основних періодів розвитку процентної політики НБУ дозволяє зробити висновок, що в цілому вона забезпечувала своєчасне та адаптивне реагування на зміни стану реального сектору економіки та фінансів ринків, відповідала потребам стимулювання соціально-економічного розвитку та стабілізації економіки в кризових ситуаціях.

Таблиця 1.6 - Періодизація розвитку процентної політики
Національного банку України

Період	Характеристика особливостей та умов здійснення процентної політики	Основні макроекономічні параметри процентної політики
1991-1994 рр.	<ul style="list-style-type: none"> – НБУ повністю фінансував дефіцит державного бюджету з дозволу Верховної Ради; – НБУ надавав кредити комерційним банкам для підтримки неефективної діяльності вітчизняних підприємств, більшість з яких була потенційними банкрутами, за пільговою процентною ставкою; – пільгова процентна ставка була нижчою від рівня облікової ставки, і тим більше нижчою від рівня інфляції. 	<p>У 1993 р. середня облікова ставка, встановлена НБУ, дорівнювала 190 % річних, а фактична ставка, за якою Національний банк видавав кредити, – 68,5 % річних при рівні інфляції 10156%.</p>
1995-1997 рр	<ul style="list-style-type: none"> – поступова відмова від емісії грошей як джерела фінансування дефіциту державного бюджету; – введення в дію ринкових механізмів рефінансування комерційних банків (запровадження кредитних аукціонів, відмова від адміністративного розподілу кредитів між банками); – встановлення облікової ставки на позитивному рівні відносно темпів інфляції; – адміністративне регулювання процентних ставок комерційних банків; – сповільнення темпів зростання грошової маси та інфляції, зниження облікової ставки НБУ та процентних ставок КБ. 	<p>У 1997 р. облікова ставка (середня) була встановлена НБУ на рівні 24,5 %, при рівні інфляції 10,1 %.</p>
1998 р.	<ul style="list-style-type: none"> – у зв'язку з фінансовою кризою ситуація на грошовому ринку України різко погіршилася, що поставило під загрозу стабільність гривні; – НБУ змушений був протягом року кілька разів підвищувати облікову ставку. 	<p>Станом на кінець року облікова ставка зросла до 82 %</p>

Продовження таблиці 1.6

Період	Характеристика особливостей та умов здійснення процентної політики	Основні макроекономічні параметри процентної політики
1999-2007р.	<ul style="list-style-type: none"> – в Україні спостерігалася в цілому позитивна динаміка основних макроекономічних показників – зростання реального обсягу ВВП, сповільнення темпів інфляції, курсова стабільність; – ситуація, що склалася на грошовому ринку, дала змогу НБУ поступово знижувати облікову процентну ставку; – зниження облікової ставки зумовило і зниження процентної ставки за кредитами, наданими комерційними банками в реальний сектор економіки. 	Межі коливання облікової ставки – 8-9,5%
2008- по червень 2009 рр.	– у період розгортання фінансової кризи облікова ставка НБУ зросла до 12% річних (з квітня 2008 року) і залишалася на такому рівні впродовж найбільшого її загострення	Облікова ставка – 12 %
З червня 2009 р. по теперішній час	поступове зниження облікової ставки з метою сприяння закріпленню позитивних тенденцій на грошово-кредитному ринку і створення стимулів для поліпшення ситуації в реальному секторі економіки	Поточна величина облікової ставки 7,75%

Джерело: складено автором

Особливостями використання процентної політики у економіці України є:

- неврахування при формуванні процентної політики на початковому етапі трансформаційного процесу макроекономічної ситуації та стану грошово-кредитного ринку;
- більш активне використання процентної політики як інструмента грошово-кредитного регулювання при формуванні кредитного та частково фондового ринків;
- часта невідповідність процентних ставок за кредитами економічним процесам;

– значна питома вага проблемних кредитів, виданих на початку перехідного процесу, за зверненням урядових структур, яка обтяжує вартість кредитів, що надаються [139].

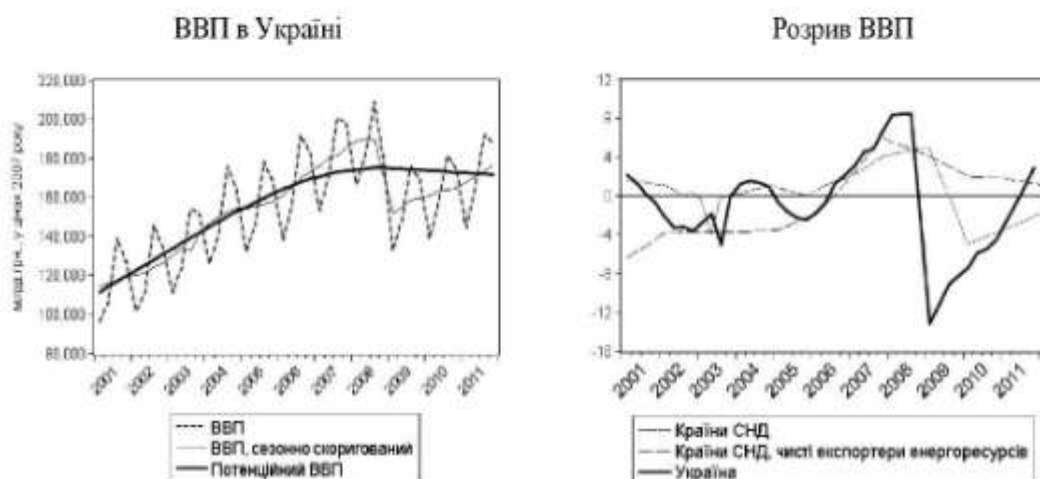
У перспективі роль процентних ставок у досягненні цілей економічної політики держави повинна істотно зрости. Завданням Національного банку має стати створення умов для поступового пониження загального рівня процентних ставок в економіці, особливо процентних ставок за кредитами реальному сектору економіки до рівня, що стимулює зростання платоспроможного попиту на позичкові ресурси.

З початку 2010 року НБУ тричі знижував облікову ставку: 08.06.2010 – з 10,25% річних до 9,5% річних; з 08.07.2010 – до 8,5% річних; з 10.08.2010 – до 7,75% річних). На сьогодні вона знаходиться на рівні нижчому, ніж у роки відносної стабільності (2004-2007 рр.), коли її значення коливалися в межах 8-9,5% річних (нижче поточного рівня облікова ставка була тільки з грудня 2002 по червень 2004 року – 7% – і з червня по жовтень 2004 року – 7,5%). Як зазначено в офіційному повідомленні НБУ, розмір облікової ставки знижено, з метою сприяння закріпленню позитивних тенденцій на грошово-кредитному ринку і створення стимулів для поліпшення ситуації в реальному секторі економіки.

Передумовами для зміни облікової ставки стали наступні процеси.

Як видно з рис. 1.5, зростання ВВП за 2010 рік становило 4,2%. У 2011 році за оцінками Національного інституту стратегічних досліджень очікується збільшення ВВП на 5,4%. Протягом року ВВП наблизиться до свого потенційного рівня. Очікується, що у 2012 році, за умов збереження тенденцій щодо відновлення світової економіки, ВВП України досягне докризового рівня.

Зростання ВВП в IV кварталі 2010 р. становило 3% в річному вимірі та 1% до попереднього кварталу за виключенням сезонного фактору. Однак, негативний розрив ВВП в IV кварталі залишився майже на рівні III кварталу (-1.7% та -1.8% відповідно).



Джерело: Україна: Держкомстат, розрахунки НІСД; країни СНД: МВФ. Розрахунок потенційного ВВП здійснено з використанням фільтру Ходріка-Прескотта відповідно до керівництва ОЕСР "OECD system of composite leading indicators". Сезонні коригування здійснено відповідно до керівництва Евростату "ESS Guidelines on seasonal adjustment".

Рисунок 1.5 - Динаміка ВВП України у 2001-2011 рр.

Відновлення економіки України відбувається за рахунок збільшення обсягів світової торгівлі та розгортання інвестиційної активності у реальному секторі. Рушієм зростання ВВП в Україні у 2011 році є промислове виробництво, приріст якої очікується на рівні 7,3 %, при цьому темп зростання переробної промисловості очікується на рівні 9,2 %. Очікуване зростання у будівництві на 2011 р. становить 8,3%, сільському господарстві – 4,7%, зв'язку та транспорті – 5%.

В 2010 р. продовжилось поживлення інвестиційної активності. Зростання валового нагромадження основного капіталу, за оцінками НБУ, в IV кварталі 2010 р. становило близько 13% в річному вимірі та більше 15% за виключенням сезонного фактору. В структурі інвестицій в основний капітал суттєво зросла частка державного бюджету як джерела їх фінансування. Оскільки протягом кризових років істотних структурних зрушень у технологічному укладі галузей не відбулося, прогнозується, що протягом 2011 року структура попиту на продукцію залишиться стабільною.

З метою виконання встановленої цілі монетарної політики стосовно утримання базової інфляції в межах 10%, НБУ проводить активне регулювання монетарної бази за допомогою зміни норм обов'язкового резервування та проведення мобілізаційних операцій з метою акумулювання надлишкової ліквідності.

Починаючи з лютого 2010 року, триває тенденція до зменшення інфляційного тиску (рис. 1.6), яка проявляється у постійному зменшенні індексу споживчих цін як у розрахунку до попереднього місяця, так і в річному обчисленні. У липні (четвертий місяць поспіль) була зафіксована дефляція споживчих цін. Такого низького рівня середньорічної інфляції не було вже чотири роки.

Облікова ставка протягом 2008-2011 рр. поступово знижувалась (рис. 1.6), залишаючись нижчою поточних показників динаміки цін, що спричинило зниження процентних ставок комерційних банків за кредитами і депозитами.

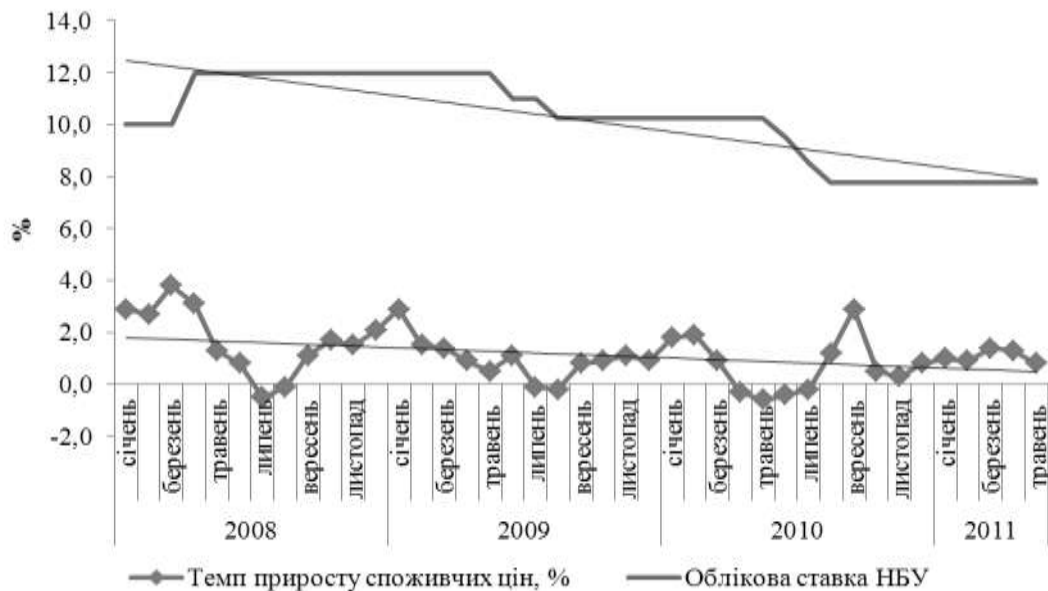


Рисунок 1.6 - Щомісячна динаміка споживчих цін та облікової ставки у 2008-2011 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ

Для умов української економіки, на нашу думку, доцільною є політика помірно позитивної процентної ставки. Це визначається такими чинниками:

- вища процентна ставка (у виважених, неспекулятивних рамках) сприяє спрямуванню ресурсів на кредитування прибутковіших проектів, прибутковість яких не базується на інфляційному зростанні цін, а пов'язана з вищою продуктивністю праці;

- прискорення (збереження досягнутого рівня) мобілізації заощаджень у грошовій формі є необхідною передумовою економічного розвитку, а визначальним критерієм цього процесу є відношення грошової маси до ВВП [177].

Зв'язок між процентною ставкою та інфляцією виявляється у формуванні реальної процентної ставки.

Перерахунок облікової ставки НБУ, яка встановлюється у дисконтній формі, у звичайний вигляд здійснюється за формулою:

$$i = d / (1 - d), \quad (1.4)$$

де i – номінальна процентна ставка звичайної форми (у частках одиниці);

d – дисконтна ставка (у частках одиниці).

Отже, враховуючи формулу (1.1), реальна процентна ставка розраховується таким чином [176]:

$$r = ((1 + (d / (1 - d))) / (1 + p)) - 1, \quad (1.5)$$

Динаміку реального рівня облікової ставки Національного банку України та процентних ставок комерційних банків України у 2005-2010 рр. подано на рис. 1.7. Як видно з побудованої діаграми, динаміка реальних ставок істотно відрізняється від динаміки номінальних, оскільки поточний

рівень інфляції зумовлює зростання реальних ставок у 2008-2010 рр. при зниженні номінальних.

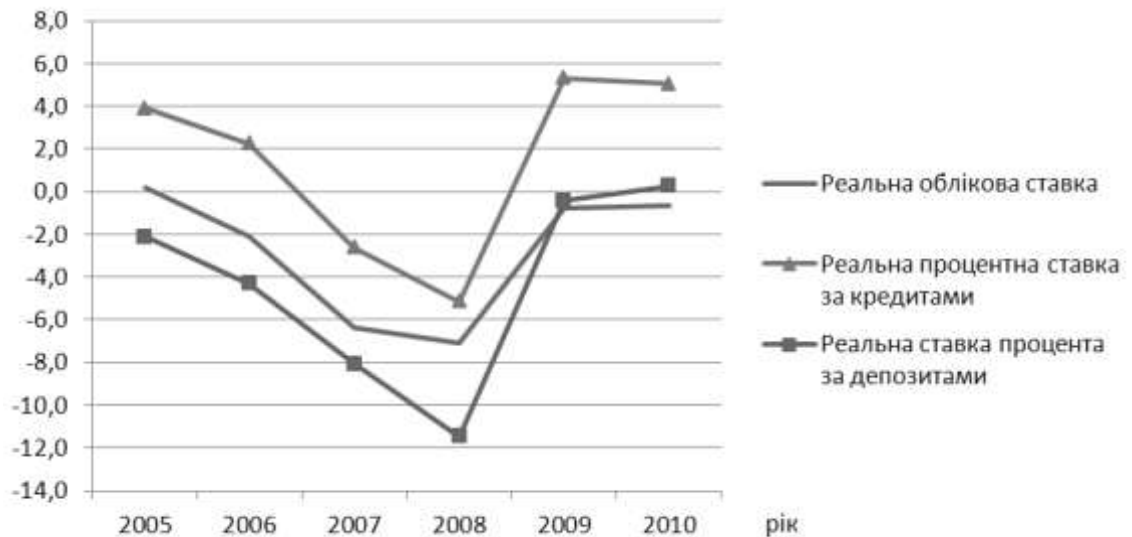


Рисунок 1.7 - Реальний рівень облікової ставки Національного банку України та процентних ставок комерційних банків України у 2005-2010 рр.

Якщо зіставляти номінальну ставку з поточним рівнем інфляції, то реальна облікова ставка у 2010 р. склала -0,6 % річних, при цьому різниця між обліковою ставкою та інфляцією становила 1,35%. Це дало українському центральному банку основи ослабити грошово-кредитну політику шляхом зниження облікової ставки.

Офіційна процентна ставка має вплив і на інші процентні ставки та дохідність на фінансовому ринку. Насамперед, вплив основної ставки центрального банку позначається на ставках на міжбанківському ринку (за кредитами овернайт, іншими кредитами та депозитами). Зростання вартості ресурсів на міжбанківському ринку веде до зростання ринкових ставок за банківськими кредитами в економіку країни та ставок за депозитами, при цьому попит на цінні папери скорочується, їх ринкова вартість знижується, а дохідність на ринку цінних паперів матиме тенденцію до зростання [185].

Думки експертів, щодо впливу зниження облікової ставки на українську економіку розходяться.

Зокрема, такі економісти як В. Клименко, Н. Королевська, В. Вавринчук, вважають, що необхідність зниження облікової ставки є об'єктивною потребою розвитку економіки країни, яка полягає у тому, що Уряд спільно з НБУ повинні вжити термінових заходів з відновлення кредитування економіки. Зниження облікової ставки дозволить зробити кредити більш доступним, а в найближчому майбутньому необхідно буде її знизити і до 7% – до українського історичного мінімуму, досягнутого в 2002 р. Основне завдання – зробити більш дешевими кредитні ресурси для того, щоб відсоткові ставки сприяли кредитуванню економіки і виконували протиінфляційну функцію. При цьому НБУ має передбачити жорсткі обмеження, щоб банкам було вигідно кредитувати не споживчу сферу, а реальну економіку.

Існуючий зв'язок між динамікою облікової ставки НБУ та середньої ставки проценту за кредитами банків подано на рис. 1.8.

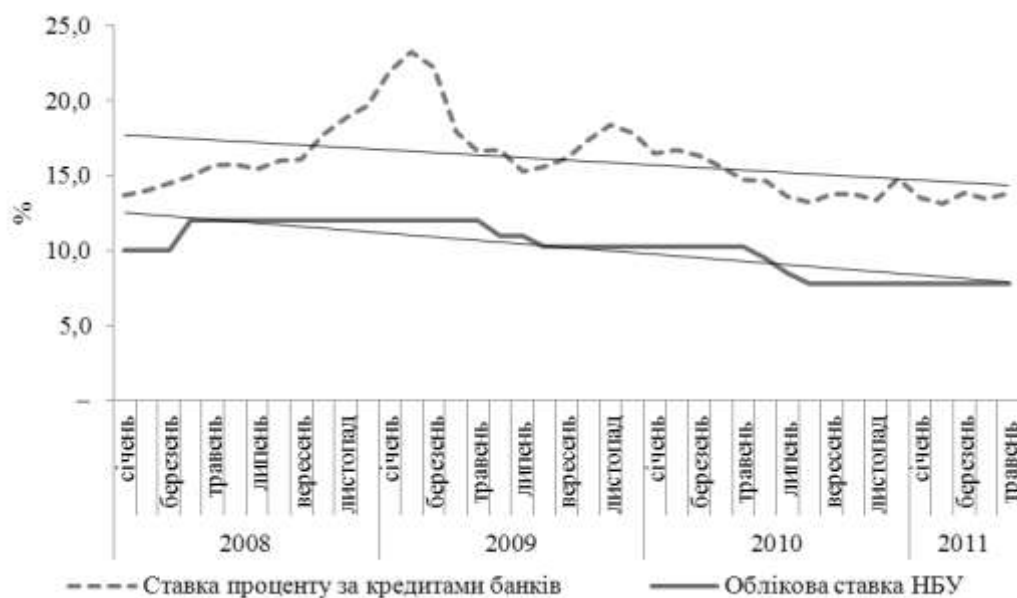


Рисунок 1.8 - Зіставлення динаміки облікової ставки НБУ та середньої ставки проценту за кредитами банків за місяцями 2008-2011 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ

Рисунок наочно демонструє, що навіть в умовах наявності невідповідності між динамікою цих показників в короткострокових періодах, загальні довготермінові тенденції їх зміни є однаковими. При цьому в середньому в кожен період часу середні ставки за кредитами банків перевищують облікову ставку на 5-6%.

Незважаючи на зростання зовнішніх і внутрішніх позик, українська економіка так і не одержала коштів для розвитку. Банкам більш вигідно працювати з ОВДП, а не фінансувати реальну економіку.

Тенденції розвитку кредитування в Україні в наслідок фінансової кризи 2008-09 рр. зазнали значних змін (рис. 1.9). Після тривалого динамічного зростання відбувалося поступове уповільнення темпів нарощення кредитування у річному обчисленні, що викликало навіть в умовах зниження облікової ставки НБУ підвищення середньорічної процентної ставки за кредитами до рівня 18,3 % у 2009 р., що є найвищим показником за період 2005-2010 рр. У 2010 році після вжиття НБУ заходів щодо підтримки ліквідності банківської системи ставка за кредитами знизилась (до рівня 14,6 % річних, що відповідає процентній ставці в 2005 році), що супроводжувалося подальшим зниженням облікової ставки.

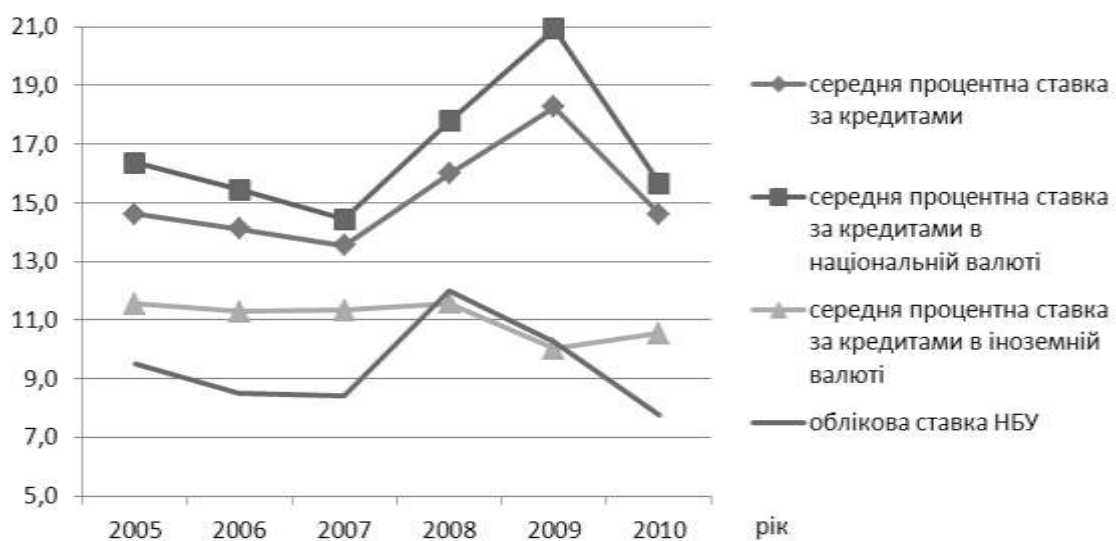


Рисунок 1.9 - Динаміка процентних ставок за кредитами порівняно з обліковою ставкою НБУ за 2005-2010 рр.

На сьогодні, незважаючи на профіцит ліквідності в банківській системі, обсяги кредитних вкладень продовжують знижуватися. При цьому вільні ресурси банки спрямовують в різні менш ризикові фінансові інструменти, перш за все, в держоблігації і депозитні сертифікати НБУ. Наслідком зниження облікової ставки може бути відповідне зменшення процентних ставок по мобілізаційних операціях і операціях рефінансування, які проводить Національний банк, що, у свою чергу, сприятиме здешевленню банківських кредитів, зниженню кредитного навантаження на підприємства реального сектора економіки і підвищенню кредитної активності банків та створить передумови для економічного зростання української економіки шляхом відновлення її кредитування.

Слід відмітити, що в умовах надлишкової ліквідності банківської системи ефективність процентної політики знижується через відсутність попиту на кредити рефінансування з боку банків, а, отже, і нечутливість грошово-кредитного ринку до процентного інструментарію грошово-кредитної політики. За таких умов центральні банки змушені проводити стерилізацію надлишкової ліквідності з метою нівелювання її впливу на ефективність грошово-кредитної політики [103, С.122-132].

Зниження облікової ставки також відображає підвищення стабільності в банківській системі і може стати приводом для деякої переоцінки ризиків української економіки з боку зовнішніх інвесторів, що психологічно підвищить інвестиційну привабливість України.

З іншої сторони, такі економісти як В. Пинзеник, О. Блінов, В. Кравець, Г. Гласова та інші вважають, що зниження облікової ставки лише відображає поточну ситуацію з динамікою споживчих цін, тому жодного принципового впливу на грошовий ринок рішення щодо її подальшого зменшення мати не буде. Основна частина ресурсів банків – це депозити населення і юридичних осіб, тенденція зниження ставок якими спостерігалася і в умовах відсутності рішення щодо зниження облікової ставки, тобто зумовлена дією не пов'язаних з нею чинників.

Разом з тим, порівняння динаміки облікової ставки та середньої ставки за депозитами, залученими банками України від резидентів (рис. 1.10) вказує

на те, що, починаючи з 2009 р. скорочення останньої відбувається в наслідок зменшення облікової ставки, що свідчить, на нашу думку, про хибність зазначеної вище позиції групи економістів.

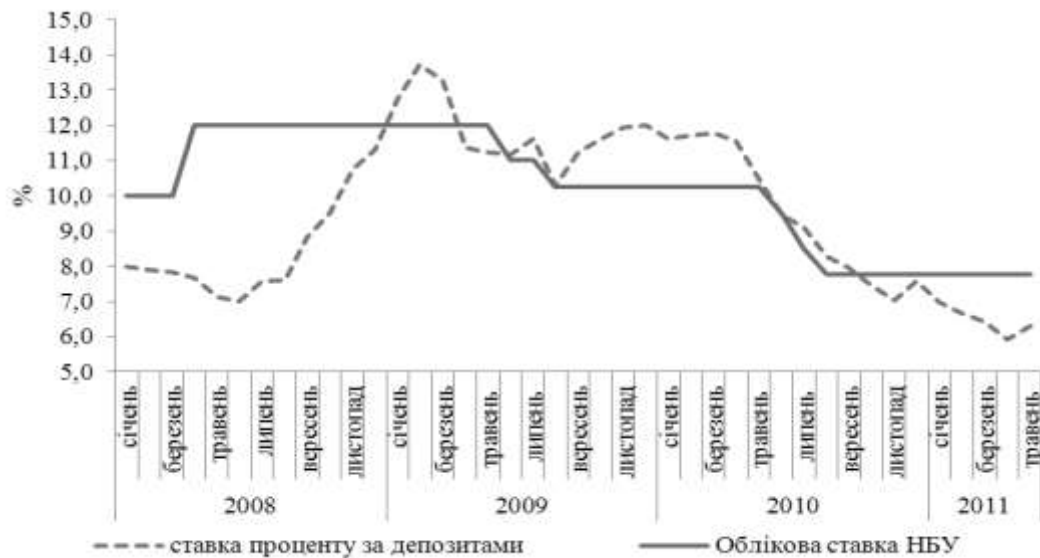


Рисунок 1.10 - Динаміка облікової ставки та середньої ставки за депозитами, залученими на рахунки резидентів України за місяцями 2008-2011 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ

Слід відмітити, що залежність депозитної ставки від облікової також просліджується і у середньорічному обчисленні (рис. 1.11). Так, якщо процентна ставка за депозитами до 2009 року була нижчою ніж облікова ставка, то з 2009 року встановився прямий зв'язок даних процентних ставок.

З вересня 2007 року середньозважені ставки за депозитами почали стабільно зростати (як у національній, так і в іноземній валютах) під впливом подорожчання ресурсів, залучених на зовнішніх ринках, в наслідок виникнення кризових явищ на міжнародних фінансових ринках, що змусило банки в наступному переорієнтуватися на внутрішній ринок.

Підвищення ставок за депозитами було направлене на стимулювання вкладників до нарощування обсягів депозитних коштів для обслуговування динамічно зростаючого кредитного портфеля банків. Відповідно задля

збереження прибутковості банки почали синхронно підвищувати процентні ставки за кредитами. Уповільнення темпів зростання відмічалось, починаючи з квітня 2008 року, що відповідало динаміці економічного зростання. Зокрема, скорочення обсягів депозитів у травні 2008 р. головним чином відбулося внаслідок вартісної переоцінки, пов'язаної з укріпленням курсу гривні до іноземних валют.

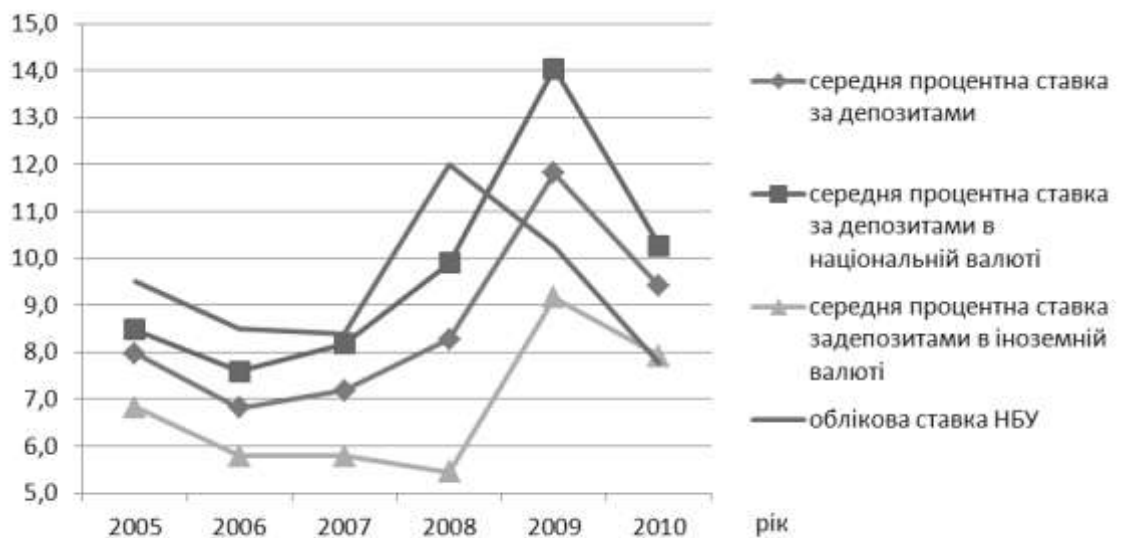


Рисунок 1.11 - Динаміка процентних ставок за депозитами порівняно з обліковою ставкою НБУ за 2005-2010 рр.

Джерело: побудова за даними НБУ

У 2009 році динаміка коштів, залучених від резидентів, була неоднорідною. У січні – квітні звітного року щомісячне зменшення депозитів пояснювалося зниженням схильності населення до заощаджень унаслідок зменшення їх доходів та зростання невизначеності щодо подальшого розвитку економіки. Починаючи з травня 2009 р., на фоні поступового відновлення довіри до банків та певного гальмування загальної негативної макроекономічної ситуації, динаміка депозитів поліпшилася. Найбільше їх зростання (на 2,4%) відбулося у IV кварталі, проте це не змогло компенсувати зменшення залишків коштів на початку року.

Тенденція 2010 року свідчить про зниження процентної ставки за депозитами відповідно до зниження облікової ставки (рис 1.9). Викуп Національним банком зайвої валюти на міжбанківському ринку і зростання депозитів призвели до збільшення ліквідності в банківській системі, що і стало основною причиною зниження ставок.

У 2011 р. очікується подальше поступове зниження ставок по депозитах і кредитах, внаслідок чого кредити стануть доступнішими для клієнтів. Банки зменшуватимуть процентні ставки як по кредитах, так і по депозитах в національній валюті. Кредити можуть стати дешевшими на 1-2% проте потенційне зменшення ставки по кредитах в середньому з 23% до 21% річних в гривні не досить істотне, аби зробити кредити доступнішими. Що стосується ставок по гривневих депозитах, то вони також зменшаться на 1-2% залежно від термінів [90].

Отже, облікова ставка є одним з ефективних інструментів стимулювання кредитування. Аналіз динаміки процентних ставок за депозитами і кредитами в порівнянні з облікової ставки НБУ показав, що вони мають спільні тенденції – зменшення облікової ставки НБУ призводить до зменшення процентної ставки за кредитами та депозитами і навпаки.

Облікова ставка НБУ також має вплив на вартість операцій на міжбанківському ринку (рис. 1.12). Протягом 2005-2010 рр. можна побачити щільний зв'язок облікової ставки з ставками за операціями на міжбанківському ринку, проте дана залежність зменшується з початком фінансової кризи в 2008 році в частині гнучкості реагування ставок за кредитами, наданими на міжбанківському ринку.

Так, у 2005 році стан міжбанківського кредитного ринку характеризувався суттєвим зростанням обсягів кредитів, наданих іншим банкам, та несуттєвими коливаннями процентних ставок за ними.

Динаміка процентних ставок за кредитами, наданими на міжбанківському ринку, впродовж 2006 та 2007 року була адекватною змінам у динаміці ліквідності банків. Так, рівень середньозваженої процентної

ставки за міжбанківськими кредитами коливався в межах від 3,0% річних у січні до 4,9%, а її зростання відбувалося головним чином за рахунок збільшення середньої вартості кредитів у національній валюті. В свою чергу процентні ставки за міжбанківськими депозитами коливалися під дією попиту та пропозиції на ринку.

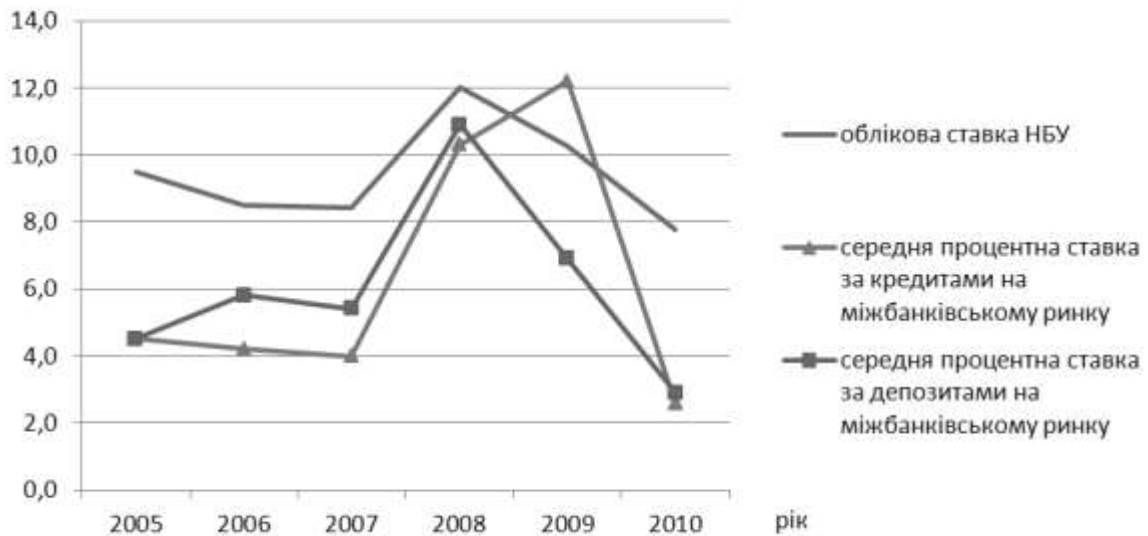


Рисунок 1.12 - Динаміка процентних ставок за кредитами та депозитами на міжбанківському ринку порівняно з обліковою ставкою НБУ за 2005-2010 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ

У 2008-09 рр. уповільнення темпів зростання кредитів змінилось на тенденцію зменшення їх обсягів, що було зумовлено скороченням вільної ліквідності в інших депозитних корпораціях унаслідок відпливу депозитів, збільшенням попиту на кредитні ресурси та зменшенням їх пропозиції. Динаміка залучення депозитів на міжбанківському ринку протягом звітного року формувалась під впливом суттєвого попиту на кредити з боку позичальників та стриманого приросту грошової маси.

У 2010 році процентні ставки на міжбанківському ринку знаходились на досить помірному рівні, що було зумовлено достатнім обсягом вільної

ліквідності в цілому в банківській системі. Їх динаміка відповідала коливанням грошового попиту та пропозиції на ринку. При цьому зміна облікової ставки залишається імпульсоутворюючим сигналом для економіки України, хоча і не демонструє прямого впливу на неї.

Облікова ставка в Україні показує стан банківської ліквідності і базову вартість ресурсів, проте на умови рефінансування комерційних банків облікова ставка ніяк не впливає: ставка рефінансування банків встановлюється Національним банком незалежно від рівня облікової ставки, але не може бути нижчою за облікову ставку. Тобто динаміка облікової ставки при існуючому порядку формування ставки рефінансування не визначає динаміку останньої.

Положенням Про процентну політику НБУ [118] передбачено порядок визначення процентної ставки рефінансування під час проведення з банками кількісного тендера Національного банку. Вона визначається залежно від строку та виду рефінансування, пропозиції вартості на кошти Національного банку, що надходять від банків і не може бути меншою, ніж облікова ставка. На процентному тендері заявки банків задовольняються відповідно до зниження запропонованої в них процентної ставки, починаючи із найвищої, і далі поступово до закінчення запропонованого Національним банком обсягу кредитів або задоволення всіх заявок банків.

Національний банк здійснює операції репо шляхом безпосередньої домовленості з банком щодо купівлі/продажу державних цінних паперів та проведення тендера заявок банків щодо участі в операціях репо з державними цінними паперами. Національний банк за умови проведення операції репо, що здійснюється шляхом безпосередньої домовленості з банком, вибирає тих учасників, які пропонують найвищий процентний дохід. У разі проведення тендера щодо участі в операції репо задовольняються заявки банків, що є найсприятливішими за обсягами операцій або ціновими параметрами. Процентний дохід за операціями прямого репо з державними цінними паперами визначається на основі облікової ставки, орієнтуючись на

процентну ставку на міжбанківському кредитному ринку та дохідність за державними цінними паперами.

Крім того, Національний банк України визначає процентну ставку за операціями із залучення тимчасово вільних коштів банків. Він залучає їх шляхом розміщення депозитних сертифікатів або шляхом укладення депозитних договорів з метою вилучення надлишкових коштів банків, регулюючи обсяг грошової маси в обігу.

Підхід НБУ, як і у випадку застосування всіх процентних ставок, є диференційованим, хоча НБУ встановлює однакові умови залучення коштів: операції проводяться з тими банками, які: не мають заборгованості за кредитами Національного банку (крім кредитів строком понад один рік); забезпечують своєчасне і в повному обсязі формування обов'язкових резервів; мають у загальній сумі залучених коштів від юридичних і фізичних осіб суму коштів на вимогу на останню звітну дату не більше розміру, встановленого рішенням Правління Національного банку на відповідний період; забезпечують своєчасне перерахування коштів за результатами попередньо проведених аукціонів з розміщення депозитних сертифікатів. Для окремих випусків депозитних сертифікатів можуть встановлюватися додаткові обмеження щодо потенційних власників. Визначення процентної ставки за коштами, що мобілізуються Національним банком шляхом випуску депозитних сертифікатів, залежить від стану та прогнозного обсягу загальної ліквідності банків, кон'юнктурних очікувань ринку та терміну вилучення коштів з обігу. Розмір процентної ставки за розміщеними депозитними сертифікатами встановлюється диференційовано відповідно до строків залучення коштів.

За умови проведення аукціону з оголошенням загального обсягу коштів, що залучаються Національним банком без визначення ціни залучення, банки самостійно пропонують процентну ставку, за якою вони погоджуються вкласти кошти в депозитний сертифікат. Національний банк здійснює розміщення депозитних сертифікатів у межах оголошеного обсягу

коштів і самостійно визначає прийнятну для залучення коштів процентну ставку, починаючи з найменшої запропонованої процентної ставки. У разі проведення такого розміщення Національний банк орієнтується на тенденції та динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку [44].

Процентна ставка за депозитами овернайт (деPOSITними сертифікатами Національного банку, розміщеними строком на один робочий день) є найнижчою процентною ставкою, що визначається Національним банком за своїми депозитними операціями. Національний банк визначає процентну ставку залучення тимчасово вільних коштів банків на депозитні рахунки (процентну плату за депозит) залежно від потреби здійснення регулюючих операцій у короткостроковому періоді. Процентна ставка залучення тимчасово вільних коштів банків встановлюється диференційовано відповідно до визначених строків мобілізації коштів. Процентна ставка залучення тимчасово вільних коштів є фіксованою процентною ставкою.

Розглядаючи ефективність цього ставок рефінансування як інструменту грошово-кредитної політики, в літературі відмічається, що «...актуальність проблеми визначення оптимального рівня ставки рефінансування має кілька аспектів: по-перше, кількісний результат впливу цього інструменту надзвичайно складно оцінити заздалегідь; по-друге, строковий розрив між використанням цього інструмента та ефектом від його застосування (лаг) є достатньо великим і також складно передбачуваним; по-третє, ефективність маніпулювання ставкою рефінансування залежить від міри координованості багатьох напрямків економічної політики» [44, с. 115].

В сучасних умовах банки в Україні не активно застосовують можливість кредитування з боку НБУ, оскільки рефінансування регулятора для них є не вигідним через високі процентні ставки: вартість ресурсів, пропонує НБУ, у декілька разів перевищує ставки на міжбанківському ринку. Так, ставки по кредитах овернайт на міжбанківському ринку нижче 2%, тому рефінансування НБУ за ціною вище 7,25% не користується попитом. З іншого боку, НБУ сьогодні не готовий багато позичати банкам.

Центробанк зараз проводить грошову емісію практично повністю за допомогою валютного каналу (через інтервенції на валютному ринку).

Вивчення сучасної системи рефінансування банків в Україні засвідчує, що на відміну від зарубіжних країн вона, будучи одним з інструментів єдиної державної грошово-кредитної політики, орієнтована виключно на регулювання рівня інфляції. Разом з тим в сучасних умовах важливим завданням рефінансування є не тільки забезпечення стабільності цін, але і стимулювання економічного зростання. Національному банку України доцільно звернути увагу на посилення сигнально-інформаційної функції процентних важелів системи рефінансування, що можливо реалізувати шляхом переходу до моделі «процентного коридору» з відповідним регламентуванням можливих відхилень ставок процентних інструментів, що використовуються в фінансовому механізмі на різних рівнях господарювання, від динаміки основних видів ставок рефінансування.

Процентна політика в Україні потребує низки заходів щодо її удосконалення, спрямованих на перетворення процентних ставок в дієвий інструмент регулювання економіки. Зокрема, це передбачає можливість диференціювання процентних ставок НБУ залежно від якості цінних паперів, які беруться у забезпечення та надійності позичальників – комерційних банків, а також з врахуванням приналежності банків до різних груп відносно масштабів здійснюваної ними діяльності (великі, малі, середні). При застосуванні такої диференціації облікова ставка буде реальною основою для розрахунку усіх інших процентів за конкретними кредитними операціями центрального банку, а також буде забезпечуватися врахування відмінностей в потребі у рефінансуванні окремих фінансових інститутів.



Висновки до розділу 1

1. В сучасних умовах подолання наслідків глобальної фінансової кризи посилюється роль фінансової політики як необхідного і дієвого інструменту державного впливу на соціально-економічні процеси, що зумовлено необхідністю швидкого відновлення та подальшого нарощення темпів розвитку економічної системи України у відповідності з параметрами загальної економічної динаміки.

Світовий досвід функціонування фінансових систем різних країн засвідчує, що дієві важелі забезпечення підвищення економічної та інвестиційної активності, досягнення економічного зростання, поліпшення якості життя населення містяться у сфері реалізації процентної політики центральних банків.

На сьогоднішній день грошово-кредитна політика, що проводиться Національним банком України в частині регулювання процентних ставок, не має чітких науково обґрунтованих методологічних засад та базується на досить суперечливих теоретичних концепціях західної економічної науки. Це не дозволяє уникнути низки фінансово-економічних проблем, пов'язаних з необхідністю пошуку компромісних шляхів щодо одночасної реалізації протилежних за економічною природою завдань – досягнення бажаного (з позиції активізації інвестиційних процесів) рівня процентної ставки та прийняттого (з точки зору збереження реальної вартості заощаджень) рівня інфляції.

2. Дослідження генезису поняття «політика», дозволяє зробити висновки, що найбільш важливими змістовними елементами його визначень є суб'єктно-об'єктна приналежність до держави та цільова орієнтація на забезпечення суспільних інтересів. Це зумовлює доцільність обмеження об'єкту дослідження фінансової політики виключно макrorівнем, а саме фінансовими відносинами, пов'язаними з перерозподілом доходів

господарюючих суб'єктів і держави, які мають виключно імперативну (державно-власницьку) форму.

3. Проведений огляд трактувань сутності поняття «фінансова політика» виявив, що вони принципово не розрізняються між собою, але в різній мірі відображають базові змістовні аспекти цього поняття, акцентуючи увагу на тому або іншому з них – суспільній ролі фінансової політики, співвідношенні та системі цілей і завдань, методів і інструментів їх реалізації. Разом з тим детальне вивчення наведених визначень дозволило нам згрупувати їх залежно від превалюючого акценту на одному з аспектів, виділивши трактування: з акцентом на об'єкті регулювання; з акцентом на суб'єктній ролі держави; через механізм регулювання соціально-економічних процесів.

4. На відміну від суто економічної категорії «фінанси», категорія «фінансова політика» має змішаний організаційно-економічний характер, що пов'язано з необхідністю створення належних умов для імперативного управління фінансами за рахунок узгодженого функціонування таких організаційно-функціональних складових фінансової політики як фінансове право, фінансова система та фінансовий механізм. При цьому об'єктивна сторона економічного змісту фінансової політики спирається на об'єктивність фінансових відносин, що лежать в її основі, а також на ступінь відповідності політики об'єктивним економічним законам, закономірностям розвитку фінансових відносин і економічним реаліям, що склалися. Регуляторний, управлінський імперативний вплив фінансової політики на фінансові відносини здійснюється через функції фінансів.

Фінансова політика як імперативна управлінська категорія реалізується в державному (місцевому) фінансовому плануванні, організації процесу формування і використання державних (місцевих і регіональних) фондів грошових коштів, державному фінансовому регулюванні і державному фінансовому контролі. Фінансова політика синтезує в собі об'єктивні

фінансові та управлінські аспекти, які виникають в процесі побудови і реалізації концепції розвитку фінансової системи держави.

5. В роботі подано авторську структурно-логічну декомпозицію фінансової політики, що спирається на концептуальні уявлення про складові елементи економічної політики в цілому. З врахуванням цього у складі фінансової політики як в цілому, так і процентної політики як одного з напрямів її реалізації, запропоновано виділяти такі основні змістовні блоки як:

- цільовий – передбачає конкретизацію цілей та завдань фінансової політики, з огляду на потребу оптимізації їх складу на засадах компромісного поєднання інтересів та потреб різних представників суспільства;
- функціональний – передбачає її диференціацію за предметними напрямами регулювання фінансових відносин,
- організаційний – знаходить вираз у особливостях організації фінансової системи в країні, а також у вигляді комплексу заходів, що втілюються у відповідному фінансовому механізмі.

При цьому цільова складова фінансової політики в частині розподілу цілей та завдань за часовими горизонтами (на оперативні (тактичні), середньо- та довгострокові (стратегічні) конкретизується в функціональних складових.

6. Домінантою фінансової політики є оптимальна реалізація основної мети функціонування фінансової системи – досягнення найвищого рівня суспільного добробуту шляхом оптимального розподілу ВВП між галузями національної економіки, соціальними групами населення та окремими територіями. В кожний конкретний період часу функціонування фінансової системи спрямоване на вирішення певних завдань, що є актуальними для суспільства у даних умовах, що визначаються характером дії та взаємозв'язком внутрішніх та зовнішніх факторів економічної, фінансової, політичної, техніко-технологічної та іншої природи. Цим завданням підпорядковуються і організація фінансових відносин у

суспільстві, і процеси руху та розміщення фінансових ресурсів, і пропорції між їх централізацією та децентралізацією, і порядок формування, розподілу та перерозподілу доходів, і спрямованість витрат окремих суб'єктів підприємницької діяльності, громадян та держави, і структурне співвідношення між окремими сферами і ланками фінансової системи, і характер взаємовідносин між ними, і пропорції між індивідуальним та суспільним споживанням.

7. Основними напрямками реалізації фінансової політики з огляду на специфіку інструментарію, що використовуються, є фіскальна (бюджетно-податкова) та грошово-кредитна (монетарна) політики. При цьому інструмент «фіскальна політика» в більшій мірі пов'язаний з реалізацією завдання «повна зайнятість», а інструмент «монетарна політика» – з «нульовою інфляцією». Успішна модель сталого економічного зростання не може бути досягнута ні виключно методами монетарного, ні виключно методами бюджетного регулювання; вимагається поєднання механізмів та інструментів, властивим обом напрямкам реалізації фінансової політики. Разом з тим необхідно зауважити, що грошово-кредитна політика, у порівнянні з фіскальною, є більш гнучким, адекватним перебігу ринкових процесів елементів в системі стабілізаційного регулювання, що обумовлює можливість активного застосування монетарних заходів в сучасних умовах економічного розвитку.

Оскільки податково-бюджетна та грошово-кредитна сфери тісно взаємопов'язані, держава має узгоджувати монетарні та фіскальні рішення. Ігнорування цього взаємозв'язку може призвести до розбалансування всієї економічної системи за рахунок їх неспроможності забезпечувати згладжування коливань ринкових процесів за для підтримання загального стану ринкової кон'юнктури на рівні, що відповідає визначеним цілям фінансової політики.

8. Аналіз та узагальнення існуючих визначень поняття «фінансовий механізм» дозволили сформуванню таке його трактування: сукупність

методичних, організаційних, нормативних та правових форм забезпечення, фінансових методів, інструментів, важелів та положень, на основі яких розробляють заходи, що за умови відповідного нормативно-правового закріплення та інформаційного супроводу визначають можливість реалізації фінансової політики держави, спрямованої на ефективне функціонування фінансово-економічних відносин в частині досягнення визначених цілей та завдань соціально-економічного розвитку за рахунок раціонального формування, розподілу й використання цільових централізованих і децентралізованих фондів грошових ресурсів.

9. У методологічному контексті досить важливим залишаються питання ідентифікації понять «процентні важелі» та «процентні інструменти» реалізації фінансової політики держави. В дослідженні обґрунтовано, що поняття інструментів реалізації фінансової політики держави є більш загальним, оскільки включає в себе як фінансові важелі (інструменти, здатні істотно впливати на перебіг загальної макроекономічної ситуації в країні), так і широке коло інших фінансових інструментів, які виконують другорядну роль в забезпеченні досягнення поставлених стратегічних та тактичних цілей економічного розвитку. Цей поділ фінансових інструментів на дві групи має логічний зв'язок з характером дії трансмісійного механізму реалізації фінансової політики держави.

Аналіз множини каналів монетарної трансмісії дозволив зробити висновок, що саме процентний канал є головним імпульсоутворюючим елементом в передавальному механізмі коригуючих впливів з боку державної фінансової політики на стан економіки. Зміна ринкових процентних ставок, сформованих під дією облікової ставки, а також з врахуванням характеру динаміки інших фінансових інструментів, впливають на ефективність всіх каналів трансмісійного механізму.

10. Поняття процентна політика виступає в широкому і вузькому сенсі. Вузьке тлумачення процентної політики передбачає встановлення процентних ставок лише за операціями центрального банку. В широкому

розумінні категорія "процентна політика" характеризує дію на процентні ставки за всіма відповідними операціями комерційних банків, що відповідає кейнсіанській теорії грошово-кредитної політики.

Політика процентних ставок передбачає досягнення трьох ключових цілей: інтенсифікація росту економіки за допомогою помірно низьких кредитних ставок, стримування інфляції і забезпечення стійкості національної валюти на міжнародних валютних ринках шляхом незначного поступового зростання процентних ставок.

У сучасних ринкових економіках методи державного регулювання відсоткової ставки побудовані переважно на їх концепції як грошового явища і реалізуються у короткотерміновому періоді. Можливості впливу на довготермінову відсоткову ставку реалізуються переважно через структурну та інвестиційну політику і визначення пріоритетів технічних інновацій.

11. На практиці процес визначення необхідної величини процентних ставок центральним банком країни є чітко формалізованою процедурою, що базується на використанні певних правил грошово-кредитної політики. Ці правила дозволяють визначити індикативну величину процентних важелів як вихідний пункт для прийняття остаточного рішення, яка в наступному може бути дещо скоригована з врахуванням структурних зрушень та інших ускладнень, що виникають в реальному секторі економіки. На сьогоднішній день Правило Тейлора є найбільш розповсюдженим серед правил грошово-кредитної політики.

12. Основним інструментом, який використовує НБУ для впливу на динаміку фінансового ринку, є процентна ставка за інструментами рефінансування, при цьому облікова ставка, що вважається базовою, відіграє лише роль орієнтиру для інших процентних ставок НБУ. Ключовою ставкою, тобто ставкою, за якою НБУ проводить найбільший обсяг операцій, є процентна ставка за кредитами овернайт.

Ставки рефінансування Національного банку України не виконують свою індикативну функцію, оскільки динаміка середніх ставок за кредитами

та депозитами не має чітко зв'язку з основними видами ставок рефінансування – обліковою ставкою, ставкою за кредитами овернайт та середньозваженою ставкою за всіма інструментами рефінансування. Все це зумовлює зниження ефективності монетарної політики держави, оскільки формує серед суб'єктів господарювання хибні уявлення про спрямованість грошово-кредитної політики, пріоритети та перспективи економічного розвитку.

Облікова ставка в Україні показує стан банківської ліквідності і базову вартість ресурсів, проте на умови рефінансування комерційних банків облікова ставка ніяк не впливає.

13. Вивчення сучасної системи рефінансування банків в Україні засвідчує, що на відміну від зарубіжних країн вона, будучи одним з інструментів єдиної державної грошово-кредитної політики, орієнтована виключно на регулювання рівня інфляції. Разом з тим в сучасних умовах важливим завданням рефінансування є не тільки забезпечення стабільності цін, але і стимулювання економічного зростання. Національному банку України доцільно звернути увагу на посилення сигнально-інформаційної функції процентних важелів системи рефінансування, що можливо реалізувати шляхом переходу до моделі «процентного коридору» з відповідним регламентуванням можливих відхилень ставок процентних інструментів, що використовуються в фінансовому механізмі на різних рівнях господарювання, від динаміки основних видів ставок рефінансування.

14. Одним з напрямів удосконалення процентної політики в Україні може стати диференціація процентних ставок НБУ залежно від якості цінних паперів, які беруться у забезпечення та надійності позичальників – комерційних банків, а також з врахуванням приналежності банків до різних груп відносно масштабів здійснюваних ними діяльності (великі, малі, середні). При застосуванні такої диференціації облікова ставка буде реальною основою для розрахунку усіх інших процентів за конкретними кредитними операціями центрального банку, а також буде забезпечуватися

врахування відмінностей в потребі у рефінансуванні окремих фінансових інститутів.

Основні положення даного розділу опубліковано автором у роботах [141, 145, 150].



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

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

РОЗДІЛ 2

ЗАСТОСУВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДЕРЖАВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

2.1 Напрями впливу окремих процентних важелів реалізації фінансової політики держави на зміну векторів грошово-кредитної політики та політики державного інвестування

Наслідки фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. засвідчили об'єктивну необхідність здійснення активного регулюючого впливу з боку державних органів влади як на економічну діяльність суб'єктів господарювання, так і на соціальний розвиток населення держави. Складність та багатоаспектність проявів деструктивних факторів впливу фінансової кризи та, як результат, важкість подолання її наслідків призвели до відсутності: остаточно розроблених і визначених концептуальних засад системи регулювання країн з різним типом економіки; оптимально ідентифікованої кількості та видів інструментів реалізації розроблених антикризових програм; чіткої визначеної послідовності дій для вирішення поставлених цілей.

В даний момент часу, з метою здійснення впливу на економічні і соціальні аспекти розвитку держави розробляються та впроваджуються регулятивні заходи у всіх сферах функціонування країни, починаючи від державних фінансів та закінчуючи інноваційною діяльністю реального сектора економіки. Паралельно з цим, дані програми уряду залишаються без належного теоретичного і науково-методичного забезпечення та, в більшості випадків, визначені в них завдання тільки декларуються, залишаючись без практичного виконання. Таким чином, особливої актуальності набуває детальне дослідження інструментарію реалізації базових напрямків

загальнодержавної політики та ідентифікація пріоритетних заходів відносно подолання негативних наслідків фінансової нестабільності.

З'ясувавши на попередніх етапах наукового дослідження той факт, що фінансова політика виступає не тільки невід'ємною складовою загальноекономічної політики держави, а й ресурсною основою її реалізації, актуальною постає задача дослідження основних інструментів її формування і реалізації. Зважаючи на те, що фінансова політика в обов'язковому порядку повинна враховувати як потреби суспільства та складові поступального розвитку економіки, так і фінансові можливості держави та функціональну спроможність її органів влади щодо виконання даних завдань; актуальності набуває застосування таких інструментів, які б давали можливість впливати на співвідношення сукупного попиту і сукупної пропозиції на фінансовому ринку та, в результаті, згладжувати коливання кон'юнктурних процесів на ньому. Даний результат може бути досягнутий за рахунок застосування процентних важелів впливу на реалізацію загальної фінансової політики держави.

Крім того, доцільно також зауважити, що зміст та основні напрямки фінансової політики базуються на теоретичних засадах, які характеризують рівень участі держави в управлінні економікою і використанні певних інструментів її реалізації в залежності від обраної стратегії в даний період часу. Виходячи з цього, повинна бути не тільки досліджена та ідентифікована цілісна система процентних важелів реалізації даного виду політики держави, а й визначені можливі взаємозв'язки між розглянутими видами важелів та спроможність їх використання на кожному з етапів розробки і впровадження фінансової політики.

Таким чином, базуючись на тому, що фінансова політика складається з таких елементів, як: бюджетна, грошово-кредитна, податкова, інвестиційна, валютна, митна політики та інші, проведемо детальний аналіз і визначимо роль та місце процентних важелів в процесі реалізації грошово-кредитної та інвестиційної політики держави. Даний вибір пов'язаний із тим, що саме в

розрізі даних двох політик процентні важелі мають основне значення в процесі їх ефективної реалізації і, відповідно, опосередковано здійснюють вплив на етапи формування фінансової політики.

Отже, розглянемо послідовно особливості кожної з даних політик та визначимо роль та місце процентних важелів в їх забезпеченні. Досліджуючи особливості грошово-кредитної політики, необхідно зазначити, що для неї характерний індивідуальний вплив на економічні процеси в державі, оскільки результати, що досягаються за рахунок процентних важелів монетарної політики, можуть бути здобуті і за рахунок інших інструментів в більш дієвий спосіб. Так, за допомогою адміністративних або фіскальних заходів державні органи влади здатні досягати встановлених цільових показників за менший проміжок часу. Паралельно з даним твердженням, заслуговує на увагу той факт, що тотальне застосування адміністративних методів, навіть в умовах фінансової кризи, може позбавити економіку країни здатності до саморегулювання та збалансування всіх факторів її розвитку за допомогою ринкових інструментів, що в результаті призведе до повної залежності фінансової системи країни від рішень державних органів влади [7, 35].

В свою чергу, використання інструментів монетарної політики дозволяє максимально збалансовано здійснювати трансформацію економічних процесів в державі, зберігаючи при цьому ринкові механізми відновлення та забезпечуючи достатню урегульованість з боку державних органів влади. Застосування інструментів грошово-кредитної політики дозволяє подолати основні наслідки фінансової кризи, а саме: спад економічного зростання, зменшення ділової активності, диспропорцію платіжного балансу, безробіття, зростання цін тощо, ліквідувати які лише ринковими методами виявилось неможливо [8, 66].

Переходячи безпосередньо до аналізу процентних важелів реалізації грошово-кредитної політики, в першу чергу, необхідно зазначити, що поряд з такими суб'єктами її реалізації як міністерства фінансів і економіки та казначейство, основне місце в даному процесі займає центральний банк

країни. Так, в умовах функціонування вітчизняної економіки на Національний банк України додатково до проведення процентної політики покладають завдання щодо визначення та «...регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків; рефінансування комерційних банків; управління золотовалютними резервами; операції з цінними паперами, у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку; регулювання імпорту та експорту капіталу; емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними» [122].

В межах завдань даного дослідження проведемо детальний аналіз процентної політики Національного банку України. Визначаючи роль процентної політики в управлінні економічним розвитком держави, зауважимо, що процентні важелі, по-перше, виступають інформаційною базою для суб'єктів господарювання щодо прийняття рішень відносно обсягів здійснюваних заощаджень, напрямків інвестиційної діяльності та рівня споживання, по-друге, створюють можливість проводити оперативне корегування стратегії перерозподілу фінансових ресурсів між галузями економіки, як результату зміни кон'юнктури ринку, по-третє урівноважують попит та пропозицію, які формуються на товарному і фінансовому ринках.

Механізм здійснення процентної політики НБУ полягає в адекватному встановленні та оперативній зміні офіційних процентних ставок. З метою ефективного управління фінансовою політикою держави до процентних інструментів НБУ відносять: встановлення облікової ставки, ставки за кредитами овернайт, ставки рефінансування, ставки за депозитами овернайт та ставки по залученню тимчасово вільних коштів банків.

Зупиняючись на базових характеристиках процентних важелів здійснення грошово-кредитної політики, зауважимо, що, поряд із визначеними на попередніх етапах дослідження основами встановлення та характером впливу облікової ставки, в загальному вигляді остання забезпечує управління діловою активністю суб'єктів ринку фінансових послуг та за допомогою трансмісійного механізму позначається на темпах зростання

реального сектора економіки [174]. Синергетичний ефект розглянутої дії облікової ставки обумовлює динаміку і напрямки подальшого розвитку економіки та корегує циклічність коливань, які в ній з'являються.

Незважаючи на той факт, що всі інші процентні важелі, що використовує НБУ, значно залежать від рівня облікової ставки та в певних випадках є похідними від неї, всі вони по-різному впливають на економічні процеси в державі та використовуються з метою досягнення чітко визначених цілей фінансової політики держави. Так, ставка за кредитами овернайт виступає ціною фінансових ресурсів, які НБУ надає комерційним банкам в одноденний термін в якості інструмента відновлення тимчасової втрати ліквідності [33]. Даний процентний важіль грошово-кредитної політики держави забезпечує оперативне регулювання фінансової стійкості банківського сектору.

Ставка рефінансування виступає процентним важелем грошово-кредитної політики, який покликаний забезпечити платоспроможність банківських установ за умови їх неспроможності відповісти за власними зобов'язаннями. Процентна ставка рефінансування може бути фіксованою або встановлюватись за результатами здійснюваних процентних тендерів в залежності від попиту на кредитні ресурси банківських установ [23].

Ставка за депозитами овернайт виступає процентним важелем зменшення надлишкової кількості вільних коштів, що обертаються у фінансовому секторі держави та, відповідно, оптимізує рівень грошової маси, що знаходиться в обігу [98]. Паралельно зі ставками за депозитами овернайт НБУ проводить також акумуляцію вільних коштів комерційних банків на довгостроковій основі, за допомогою розміщення депозитних сертифікатів під відповідну процентну ставку.

Крім того, необхідно зауважити, що на основі моментної оцінки основних тенденцій розвитку грошово-кредитного ринку НБУ проводить політику, направлену на рекомендування комерційним банкам індикативних ставок, які фінансові установи повинні встановлювати при здійсненні

операцій, пов'язаних із залученням та розміщенням коштів. Використання даного виду важелів НБУ зумовлено виникненням на ринку банківських послуг неконкурентних дій з боку окремих банківських установ в межах власної депозитно-кредитної політики (необґрунтовано високі процентні ставки).

Додатково до розглянутих процентних важелів дії НБУ можуть встановлюватись деякі обмеження на процентні ставки. Так, обмеження можуть бути застосовані до максимального рівня відсоткових ставок, що встановлюються в процесі залучення субординованого кредиту та залежати від валюти і строку його здійснення. Також обмеження можуть бути впроваджені в розрізі граничного розміру процентної ставки за зовнішніми запозиченнями. Механізм встановлення даного обмеження залежить від виду фінансових ресурсів, які надаються в позику, виду процентної ставки та терміну позики [47]. Використання НБУ обмежень процентних ставок направлене на стримування вихідних потоків капіталу за межі України у вигляді надмірних процентних виплат за користування кредитом іноземних фінансових установ.

Таким чином, основою проведення ефективної процентної політики НБУ виступає збалансоване використання операційних інструментів, які в разі їх комплексного застосування дозволяють досягти необхідного впливу на цілісну систему відсоткових ставок в усіх секторах економіки і, відповідно, здійснювати управління економічними процесами в державі.

Переходячи до аналізу особливостей проведення інвестиційної політики та ідентифікації ролі процентних важелів в ході її реалізації, перш за все, необхідно зазначити, що державна інвестиційна політика виступає одним із основних інструментів управління динамікою процесу суспільного відтворення та базою формування матеріальної основи подальшого розвитку економіки країни [112]. По-друге, зауважимо, що процес модернізації та інноваційного оновлення економіки визначається обсягом, структурою, напрямками та швидкістю здійснення інвестицій.

Роль держави в інвестиційному процесі залежить, з одного боку, від поточного стану економіки; рівня розвитку фінансового ринку, зокрема доступності та достатності кредитних ресурсів; можливостей забезпечення інноваційного розвитку виробництва за рахунок потенціалу приватного сектора економіки і залучення іноземних інвестицій. З іншого боку, необхідність безпосередньої участі держави у інвестиційному процесі може визначатися стратегічними цілями фінансової політики держави, зокрема необхідністю згладжування циклічних змін ділової активності та нейтралізації соціально-економічних дисбалансів, що можуть виникати у суспільстві в періоди кризових ситуацій [52].

Доцільно відмітити, що державні органи влади реалізують управлінські функції в інвестиційній сфері у розрізі правового, організаційного та інформаційного забезпечення, що також передбачає здійснення постійного контролю за інвестиційним процесом та корегування виявлених недоліків [160]. Безпосереднє коло інструментів реалізації завдань інвестиційної політики залежить від обраного методу регулювання – пасивного чи активного.

Проведення пасивної інвестиційної політики держави ґрунтується переважним чином на інструментах правового та інформаційного характеру та передбачає створення сприятливих умов для вільного переливання капіталу між галузями та сферами економіки, зняття надмірних адміністративних обмежень та мінімізацію державного втручання в інвестиційні процеси принаймні у певних галузях економіки [77].

Збереження пасивної ролі держави у здійснюваній інвестиційній політиці доцільно лише за умов високого рівня розвитку економіки в цілому, та зокрема високої ефективності внутрішнього фінансового ринку, що забезпечує швидкий перерозподіл фінансових ресурсів між галузями економіки та сприяє вирівнюванню норми прибутковості в них. Крім того, така позиція держави в інвестиційній сфері передбачає достатню

розвиненість ринкових механізмів для забезпечення швидкого оновлення виробничих потужностей та розвитку інноваційних напрямків виробництва.

Як правило, застосування пасивних методів регулювання інвестиційної діяльності обмежується лише визначеними галузями промисловості, а саме такими, що є достатньо розвинутими та характеризуються високою рентабельністю виробництва і швидкою окупністю інвестиційних проектів. Зокрема, до таких належать торгівля, фінансовий сектор та більшість інших галузей сфери послуг.

Що ж стосується активних методів державного регулювання інвестиційного процесу, то їх застосування передбачає:

- формування сприятливих умов здійснення інвестиційної діяльності для усіх учасників даного процесу, у тому числі застосування системи податкових пільг та надання переваг в амортизаційній політиці;
- безпосередня участь держави в інвестиційних проектах, у тому числі у складі державно-приватного партнерства;
- пряма участь держави у розвитку інфраструктури, зокрема інвестування коштів в об'єкти, які сприяють розвитку приватного підприємництва;
- забезпечення дієвого нормативно-правового підґрунтя для здійснення інвестиційної діяльності [44, 119].

Таким чином, основною характерною рисою активної політики держави в інвестиційній сфері є широке застосування різних інструментів впливу на інвестиційний процес та безпосередня участь держави в інвестиційних проектах у ролі інвестора.

Як свідчить світова практика, участь держави в інвестиційному процесі не є негативним явищем, а навпаки, зумовлюється низкою об'єктивних чинників. При цьому важливо наголосити, що мова йде про ринковий механізм організації інвестиційного процесу, відмінний від прямого джерела фінансування економіки шляхом надання дотацій і субсидій [159]. В умовах

ринкової економіки переважна більшість державних інвестицій реалізуються у вигляді інвестиційних проектів.

Держава може виступати суб'єктом інвестиційної діяльності безпосередньо через державний сектор економіки (державні підприємства, фінансово-кредитні установи тощо), а також через свої інститути, органи державної влади та місцевого самоврядування [113].

Як правило, державні інвестиційні проекти охоплюють пріоритетні соціальні та економічні напрямки, що мають загальнонаціональне значення або можуть бути пов'язані з вирішенням соціальних проблем, охороною навколишнього середовища, впровадженням інноваційних технологій, здійсненням крупномасштабного будівництва тощо.

При цьому вирішення певної соціально-економічної проблеми в рамках реалізації державного інвестиційного проекту не завжди може передбачати отримання кількісного результату від вкладення коштів, тобто віддачі на вкладений капітал у вигляді прибутку. У даному випадку мова йде про реалізацію проектів, спрямованих на досягнення певних соціальних ефектів, таких як зниження безробіття, розвиток освіти, охорони здоров'я тощо, метою реалізації яких є, перш за все, отримання певного якісного результату від впровадження проекту [114].

З цієї позиції важливою є розробка адекватних показників оцінки фінансової ефективності інвестицій, що дало б змогу порівнювати інвестиційні проекти між собою та приймати економічно обгрунтовані рішення щодо їх реалізації. До основних критеріїв оцінки фінансової ефективності інвестицій, як правило, відносять такі показники, як: чиста поточна вартість, норма дисконту, внутрішня норма рентабельності, термін окупності [57, 161].

Що стосується показника терміна окупності інвестицій, то його розрахунок дозволяє визначити період часу, за який отримані від впровадження інвестиційного проекту доходи повністю компенсують обсяг здійснених капітальних інвестицій. Застосування даного показника до оцінки

саме державних інвестиційних проектів не буде мати такого визначального значення, оскільки, як уже зазначалося, здійснення державного інвестування дуже часто пов'язується із реалізацією довгострокових крупномасштабних проектів, часто направлених на структурну перебудову економіки.

Розрахунок чистої поточної вартості інвестицій дозволяє визначити теперішню вартість прогнозованих в майбутньому надходжень від інвестиційного проекту і відповідних видатків із застосуванням вибраного коефіцієнту дисконтування [69].

У свою чергу, внутрішня норма рентабельності, як показник оцінки інвестиційного проекту, являє собою ту норму дисконту, при якій величина дисконтованих доходів через визначений період часу дорівнюватиме обсягу здійснених капітальних вкладень [55].

Норма дисконту виступає основним економічним нормативом, що використовується при оцінці ефективності інвестиційних проектів, зокрема для приведення майбутніх грошових потоків до теперішнього часу та забезпечення співставності проектів при порівнянні їх ефективності. Залежно від характеру інвестиційних проектів та цілей суб'єктів інвестування розрізняють комерційні, соціальні, бюджетні норми дисконту, а також норми дисконту учасника проекту [166]. Так, наприклад, застосування комерційної норми дисконту є доцільним при оцінюванні комерційної ефективності проекту, що визначається на базі врахування альтернативної ефективності вкладення капіталу. Норма дисконту учасника проекту є більш індивідуалізованим показником, оскільки обирається кожним учасником проекту самостійно, та використовується для оцінки ефективності участі у проекті певної установи чи організації. Відповідно, бюджетна норма дисконту відображає альтернативну вартість бюджетних коштів та встановлюється державними чи місцевими органами влади для розрахунку показників бюджетної ефективності. Таким чином, для оцінки ефективності інвестицій, що здійснюються в рамках реалізації інвестиційної політики держави, доцільно керуватися нормою бюджетного дисконту.

На нашу думку, норма бюджетного дисконту є одним із найважливіших показників у процесі оцінки ефективності розміщення державних фінансових ресурсів. Використання даного процентного важеля надає можливість приймати обґрунтовані управлінські рішення відносно рентабельності проведення різних видів інвестицій, здійснювати адекватні розрахунки рівня отриманого ефекту та формувати прогнози використання існуючих потенційних можливостей зростання фінансової спроможності держави.

Розглянуті напрямки реалізації фінансової політики держави через застосування процентних важелів впливу на економічні процеси узагальнено представлені на рис. 2.1.

Процентні важелі фінансової політики переважно є важелями опосередкованої дії як на реальний сектор економіки, так і на більшу частину фінансового сектору. Вони виступають важелями прямого впливу лише на ставки за активними та пасивними операціями банків на міжбанківському ринку та ставки за кредитами та депозитами на ринку банківських послуг. Однак враховуючи несинхронність руху ставок рефінансування та ринкових відсоткових ставок в Україні, а також таку обов'язкову характеристику процентного важеля як цілеспрямованість впливу на розвиток національної економіки, вони також можуть бути віднесені до інструментів опосередкованого впливу. Тому виокремлено третю групу таких важелів – транзитивну, що підвищує гнучкість та оперативність державного регулювання з метою недопущення або мінімізації негативних явищ в соціально-економічному розвитку держави.

Усталеним є розуміння процентних важелів реалізації фінансової політики держави як важелів опосередкованого впливу на фінансовий та реальний сектори економіки. Але можна виокремити цілий ряд таких важелів, вплив яких може змінюватися залежно від цілей, завдань та типу фінансової політики. Це дозволяє виокремити вже не дві, а три групи процентних важелів реалізації фінансової політики держави: 1) основні

(прямого впливу); 2) додаткові (опосередкованого впливу), транзитивні (прямого або опосередкованого впливу залежно від типу фінансової політики в державі) (рис. 2.1).

Рис. 2.1 демонструє, що в роботі набуло розвитку обґрунтування напрямків впливу процентних важелів реалізації фінансової політики держави на зміну векторів грошово-кредитної, фіскальної, бюджетної та інвестиційної політик, що дозволило розробити рекомендації щодо адресного застосування відповідних процентних важелів для вирішення окремих проблем розвитку фінансового та реального секторів економіки, спрогнозувати очікувані результати, а також розвинути класифікацію процентних важелів реалізації фінансової політики держави шляхом виокремлення їх третього типу – “транзитивних”, які в залежності від типу фінансової політики в країні можуть бути віднесені до важелів прямого або опосередкованого впливу.

Узагальнюючи дані, наведені на рис. 2.1, необхідно зауважити, що розглянуті процентні ставки виступають фіксованою ціною фінансових ресурсів, що розміщуються або залучаються на фінансовому ринку та встановлюються державними органами влади з метою управління банківською, зовнішньоекономічною та інвестиційною діяльністю. Крім того, застосування процентних важелів як одного з інструментів проведення фінансової політики дозволяє реалізовувати антиінфляційні заходи та корегувати більшу частину економічних процесів в державі.

Виходячи з визначених на рис. 2.1 напрямків впливу органів влади на економічні процеси в державі, зазначимо, що зміна грошово-кредитної та інвестиційної політики через управління процентними важелями позначається, в першу чергу, на короткострокових ставках, що встановлюються на фінансовому ринку, а через певний проміжок часу – і на довгострокових. Впливаючи за допомогою процентних важелів фінансової політики на ставки банківських установ державні органи влади мають можливість контролювати динаміку заощаджень населення, пріоритети

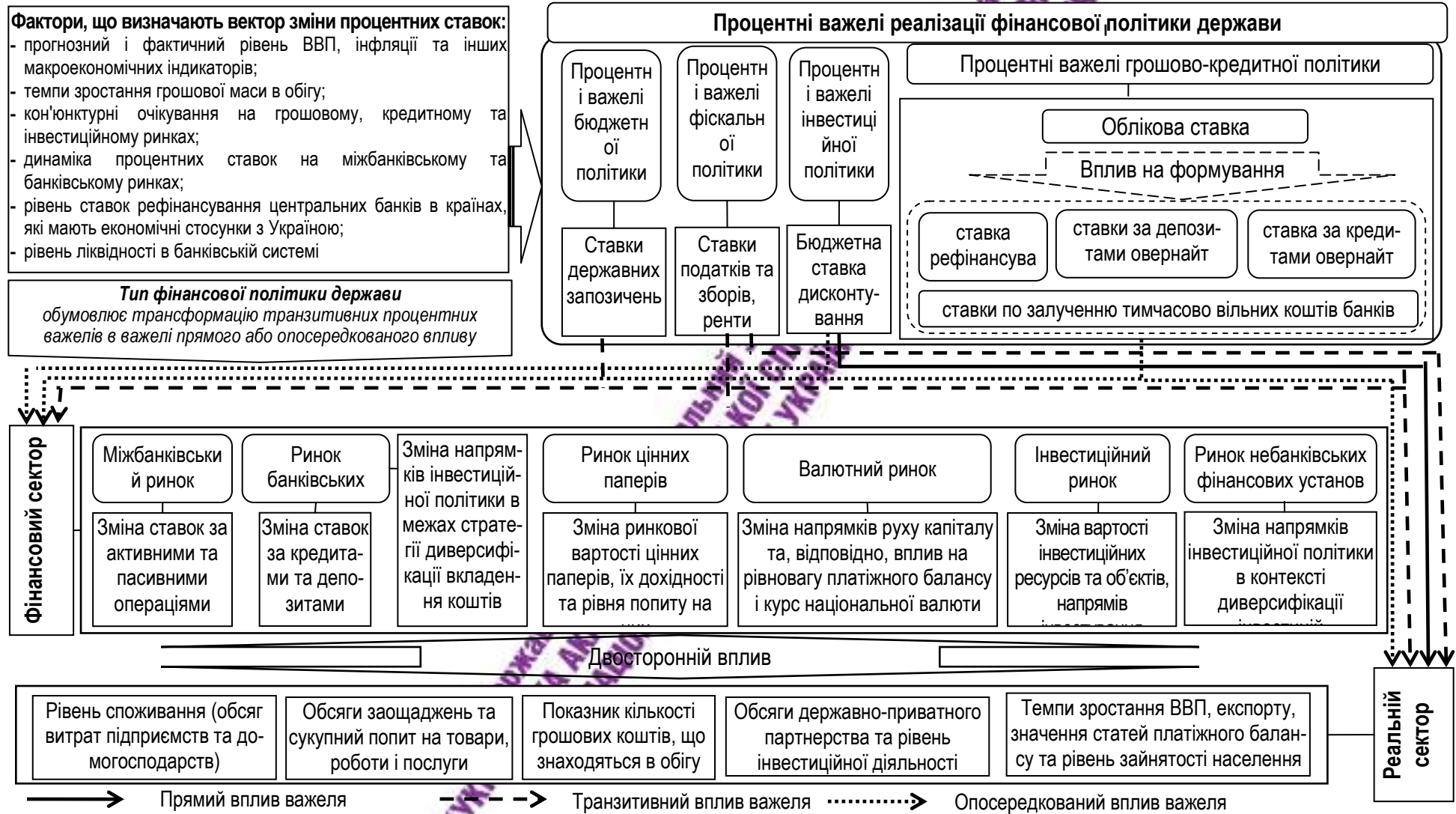


Рисунок 2.1 – Напрями впливу процентних важелів реалізації фінансової політики держави на розвиток фінансового та реального секторів економіки

здійснення інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, напрямки переміщення капіталу та рівня споживання.

Дані заходи зумовлюють здатність змінювати сукупні витрати та сукупний попит на фінансовому ринку та відповідно через дані механізми управляти зростанням економіки, темпами інфляції і рівнем безробіття [63].

У той же час, необхідно зауважити, що застосування певної системи процентних важелів залежить від прийнятих на державному рівні векторів розвитку економічних процесів, рівня інтегрованості фінансової системи країни в світовий простір, ступеня розвиненості інвестиційного і грошово-кредитного ринків, специфічних особливостей функціонування вітчизняного банківського сектору та національних особливостей населення країни.

Підкреслюючи той факт, що процентні важелі виступають дієвими та всеохоплюючими інструментами реалізації фінансової політики держави, необхідно зауважити, що етапу їх встановлення і офіційного оприлюднення передують детальне дослідження загальних тенденцій розвитку фінансового та реального секторів економіки, ідентифікація пріоритетних цілей та завдань інвестиційної і грошово-кредитної політики держави та аналіз чинників, які впливають на зміну ціни капіталу та вартості грошей.

Отже, тільки за умови ефективної реалізації всіх етапів механізму визначення процентних важелів фінансової політики державні органи влади мають змогу корегувати процеси, що мають місце на грошовому і фінансовому ринках та у реальному і зовнішньому секторах вітчизняної економіки.

Додатково необхідно зауважити, що фінансова політика залежить від рівня розвитку відповідної нормативно-правової бази та ступеня оперативності прийняття управлінських рішень на законодавчому і виконавчому рівнях. В даний період часу в Україні не розроблено жодного законодавчого акту, регламентуючого рівень взаємозв'язку та ступеня узгодженості бюджетної, податкової, грошово-кредитної і інвестиційної

політик, як складових фінансової політики. Розробка і впровадження перерахованих підсистем відбувається індивідуально, відособленими структурними органами управління на основі різних нормативно-правових документів. Порухення можливості цілісного проведення фінансової політики держави значно зменшує її дієвість та очікуваний рівень соціально-економічного ефекту [119, 179].

Грошово-кредитна політика в Україні базується на таких нормативно-правових документах, як Конституція України, Закон України «Про Національний банк України» [127], а її формування і реалізація базується на Положенні «Про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням», Законі України «Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України» [123] та прогнозованих показниках проектів Державного бюджету України. Так, в Конституції України та Законі України «Про Національний банк України» викладені першочергові цілі та завдання, на які повинна бути направлена грошово-кредитна політика; визначено, за допомогою яких державних інститутів вона повинна здійснюватись та якими повноваженнями наділені регулюючі органи для її ефективного впровадження.

З метою загальнодержавного декларування програми реалізації грошово-кредитної політики Радою НБУ, на основі Положення «Про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням», формується документ «Основні засади грошово-кредитної політики» на кожен рік. У даному документі визначені основні індикативні показники функціонування фінансового сектору та відповідно до їх прогнозних значень ідентифіковані інструменти управління грошовим та кредитним ринками країни. Крім того, Рада НБУ здійснює подальший контроль за проведенням грошово-кредитної політики та відповідно до реакції на кон'юнктурні зміни на фінансовому ринку корегує положення «Основних засад грошово-кредитної політики».

Виходячи з того, що в процесі формування грошово-кредитної політики використовуються прогностичні показники платіжного балансу, дефіциту державного бюджету, валового внутрішнього продукту, рівня інфляції та інших макроекономічних чинників, то базою розробки даного виду політики виступають також наступні законодавчі акти: Законі України «Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України» і проект Державного бюджету України на наступний рік.

Переходячи до аналізу нормативно-правової бази регулювання інвестиційної діяльності в Україні, необхідно зазначити, що переважна більшість питань щодо даного напрямку фінансової політики держави визначається в законах України, таких як: закон України «Про інвестиційну діяльність» [60], закон України «Про режим іноземного інвестування» [129], закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [124], закон України «Про зовнішньоекономічну діяльність» [126], закон України «Про загальні засади створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» [125], закон України «Про підприємництво» [128], закон України «Про господарські товариства» [122]. Додатково до даних нормативно-правових документів засади проведення державної інвестиційної політики визначені в певних указах Президента України, постановах Кабінету Міністрів України та інших нормативно-правових актах.

Перспективні напрямки розвитку та основні пріоритети інвестиційної політики в Україні закріплені в Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011-2015 рр. [130], відповідно до положень якої покращення комплексної системи політики державного інвестування повинно включати прогресивні методологічні розробки оцінки ефективності інвестиційних проектів, концепцію ідентифікації етапів її проведення та вибору першочергових напрямків фінансування, прозору систему здійснення державного інвестування та

моніторинг процесу освоєння фінансових ресурсів, наданих з метою реалізації інвестиційних проектів.

Необхідність посилення активного впливу держави в інвестиційній сфері, у тому числі через реалізацію інвестиційних проектів у рамках державно-приватного партнерства, на сучасному етапі пов'язана із погіршенням інвестиційного клімату та загальним зниженням інвестиційної активності в країні у зв'язку з нещодавною кризою та повільними темпами відновлення інвестиційної діяльності в посткризовий період. Поряд із цим, актуальними залишаються питання впровадження інвестиційно-інноваційної моделі розвитку вітчизняної економіки, забезпечення її конкурентоспроможності, а також сприяння розвитку базових галузей економіки та покращення функціонування інфраструктури фінансового ринку.

Ці умови визначили пріоритетну роль активних методів регулювання інвестиційної діяльності в Україні, як і відзначено в Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011-2015 рр. Так, з метою збільшення обсягів інвестицій протягом зазначеного періоду і підвищення ефективності державних капіталовкладень передбачено розв'язання ряду завдань, спрямованих на розвиток системи державного інвестування загалом та покращення рівня управління інвестиційними проектами, а саме:

- стимулювання приватних інвестицій та формування умов для переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки;
- удосконалення нормативно-правової бази регулювання інвестиційної діяльності;
- зняття адміністративних перешкод щодо здійснення інвестування;
- розбудова системи державного інвестування;
- сприяння розвитку ринку цінних паперів;
- підвищення ефективності функціонування механізмів державно-приватного партнерства, забезпечення прозорості угод;

– розвиток механізму залучення недержавних інвестицій до державних підприємств з метою підвищення ефективності їх функціонування [130].

Отже, узагальнюючи питання ролі процентних важелів в процесі формування та реалізації фінансової політики держави визначимо основні проблеми економічного розвитку України, процентні інструменти фінансової політики їх вирішення та можливі результати від їх ефективного впровадження (рис. 2.2).

Таким чином, існуючі проблеми в економіці та необхідність подолання наслідків фінансової нестабільності вимагають посилення значимості процентних важелів в межах реалізації фінансової політики, що паралельно з відповідним нормативно-правовим забезпеченням даного процесу та використанням інших інструментів загальноекономічної політики дозволить досягти позитивних змін основних макроекономічних показників функціонування держави і забезпечити поступальний розвиток її економіки.

У той же час, слід зауважити, що досягнення ефективності розглянутих заходів подолання наслідків фінансової кризи за допомогою процентних важелів неможливе без вирішення загальнодержавних проблем, пов'язаних зі значними борговими зобов'язаннями корпоративного та державного секторів економіки, сировинною спрямованістю вітчизняного промислового виробництва, погіршенням умов отримання фінансових ресурсів на зовнішніх ринках капіталів та низьким рівнем інвестиційного клімату в країні.

Підводячи підсумок, необхідно зазначити, що прийняття управлінських рішень відносно вибору того чи іншого процентного важелю або їх комбінації в процесі реалізації фінансової політики повинно бути підкріплено відповідними науково-методичними підходами і розробками, а ефективність їх реалізації – оцінюватись, виходячи з відповідності отриманих результатів соціальним і економічним інтересам суспільства та поставленим цілям та завданням на початковому етапі.



Рисунок 2.2 - Ідентифікація основних процентних інструментів, що можуть бути використані для вирішення існуючих загальноекономічних проблем та оцінки можливих результатів

Актуальність розробки науково-методичних підходів щодо визначення аспектів формування процентних важелів реалізації фінансової політики обумовлена гнучкістю даних інструментів до зміни зовнішнього і внутрішнього середовища, можливістю їх зворотної дії та важкістю прогнозування отриманих результаті. Так, дія екзогенних і ендогенних факторів впливу значно позначається на виборі процентних важелів та методики їх визначення, крім того різка зміна факторів впливу в процесі реалізації фінансової політики зумовлює необхідність розробки різних варіантів формування процентних важелів на основі заздалегідь ідентифікованих оптимістичного та песимістичного прогнозів [106].

Розробка математичних моделей визначення процентних важелів також повинна враховувати той факт, що відсоткові ставки можуть бути як зменшені, так і збільшені, в той же час, результати, які отримуються можуть не мати чітко протилежних тенденцій. Тобто при збільшенні чи зменшенні процентних важелів темпи зростання факторних ознак можуть бути неоднаковими, а чинники, які реагують на збільшення процентних важелів можуть відрізнитись від чинників, які реагують на зменшення процентних важелів [94].

Безумовна важкість розробки науково-методичного забезпечення реалізації фінансової політики за рахунок управління процентними важелями полягає в складності визначення причино-наслідкових взаємозв'язків між необхідним обсягом зміни процентної ставки та очікуваним рівнем і темпами зміни бажаного результативного показника. В загальному вигляді алгоритм побудови науково-методичного підходу до розрахунку оптимальних параметрів процентних важелів фінансової політики можна представити наступним чином (рис. 2.3).





Рисунок 2.3 - Алгоритм визначення оптимальних параметрів процентних важелів фінансової політики (складено автором).

Отже, в процесі розробки науково-методичного забезпечення щодо формування фінансової політики держави повинен бути врахований весь

існуючий спектр процентних важелів, які доступні зважаючи на рівень розвитку фінансової системи країни, максимально ефективно визначений їх рівень та оптимально використаний ступіть можливої комбінації процентних важелів, що дозволить досягти як тактичних, так і стратегічних цілей. Крім того, переходячи від одного етапу реалізації поставлених завдань фінансової політики до наступних, комплекс процентних важелів повинен постійно корегуватись та враховувати результати минулих періодів.

Таким чином, з метою раціонального управління та досягнення узгодженості процентних важелів в ході формування і впровадження фінансової політики, необхідності набуває розробка відповідних науково-методичних засад, дієвість яких повинна бути підкріплена прийняттям відповідного правового базису. Дані заходи нададуть можливість досягти комплексного та системного розвитку реального сектору національної економіки і зростання суспільного добробуту населення країни.

2.2 Теоретичні основи застосування процентних важелів при прийнятті рішень щодо участі держави як співінвестора при реалізації програм державно-приватного партнерства

Сучасний стан економіки України обумовив особливу актуальність розв'язання питань, пов'язаних з ефективністю та раціональністю прийняття управлінських рішень відносно розміщення державних інвестицій. Наслідки фінансово-економічної кризи зумовили не тільки скорочення обсягів внутрішніх та зовнішніх інвестиційних потоків від суб'єктів господарювання, а й визначили нові вимоги до проведення державної інвестиційної політики в умовах обмеженого обсягу ресурсів та нестабільного стану фінансової системи країни.

В даних умовах інвестиційна політика держави повинна бути спрямована як на стимулювання розвитку найбільш важливих напрямків функціонування економіки, так і на максимально ефективне використання існуючих фінансових ресурсів.

Переходячи до особливостей практичної реалізації інвестиційної політики держави, доцільно зауважити, що важливим інструментом, який виступає основою обґрунтування доцільності прийняття рішень щодо інвестування державних коштів виступає бюджетна норма дисконтування. Визначення адекватного значення даного процентного важеля є дуже складним та багатогранним процесом, і повинно враховувати прогностичні економічні та соціальні характеристики функціонування держави. Саме врахування бюджетної норми дисконтування в процесі аналізу інвестиційного проекту надає можливість робити висновок про його рівень прибутковості.

Крім того, зважаючи на той факт, що реформування та структурна перебудова пріоритетних напрямків розвитку вітчизняної економіки вимагає значних матеріальних та фінансових ресурсів, актуальності набуває ідентифікація оптимальної структури державно-приватного партнерства. Механізм державно-приватного партнерства визначається тим, що держава передає, згідно з умовами договору, частину повноважень та відповідальності відносно реалізації інвестиційного проекту приватному сектору, паралельно з цим отримуючи і певні ризики.

Даний вид партнерства дозволяє акумулювати значний обсяг інвестиційних ресурсів з метою реалізації масштабних проектів соціально-економічної спрямованості. Це також дозволяє максимально раціонально використати існуючий потенціал приватного та державного секторів, досягаючи синергетичного ефекту у вирішенні суспільних задач. У свою чергу, не зважаючи на значні переваги даного співробітництва, залучення приватного капіталу з метою вирішення соціально значимих для країни завдань повинно проводитися в зваженій формі. Так, визначення

оптимального співвідношення між рівнем участі державного та приватного капіталу дозволить не тільки досягти поставлених кінцевих цілей реалізації інвестиційного проекту, а й забезпечить державі отримання максимально можливого обсягу прибутку, не втрачаючи його за інших умов і структури партнерства [19, 62].

Виходячи з вищерозглянутих особливостей здійснення державного інвестування, зауважимо, що прийняття управлінських рішень відносно визначення доцільності, ефективності і розміщення державних інвестиційних ресурсів виступає складним динамічним процесом, реалізація якого передбачає здійснення ряду послідовних етапів. Отже, розглянемо алгоритм прийняття відповідних інвестиційних рішень, а також методичну базу обґрунтування необхідності проведення тих чи інших заходів в розрізі досягнення бажаної ефективності їх здійснення.

По-перше, послідовність етапів прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій представимо у вигляді наступних кроків:

1. Визначення основних напрямків соціально-економічного розвитку країни, які вимагають вкладення інвестиційних коштів.
2. Вибір форми розміщення державних інвестицій в розрізі або портфельного, або проектного фінансування.
3. Обчислення значення бюджетної норми дисконту, встановлення якої надасть можливість забезпечити бажаний рівень соціально-економічного розвитку обраних напрямків інвестування державних ресурсів.
4. Визначення джерел та характеру інвестиційних коштів, які планується залучити для реалізації певного проекту розвитку економіки, що передбачає обґрунтування доцільності використання державно-приватного партнерства.
5. Максимізація ефективності використання інвестицій шляхом вибору найкращого співвідношення між обсягами державних та приватних інвестиційних ресурсів методом «золотого перерізу».

6. Розрахунок частки розміщення державних інвестицій та кількісної оцінки ефективності відповідного інвестування.

По-друге, розкриття сутності реалізації кожного з перелічених етапів алгоритму прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій вимагає більш повного дослідження методичних основ їх проведення, тобто ґрунтовного розкриття математичного інструментарію та економічних основ його застосування для вирішення поставленої задачі. Дані дослідження стосуються:

- формалізації аналітичних співвідношень для визначення бюджетної норми дисконту;
- визначенні оптимальної частки розміщення державних інвестицій при залученні державно-приватного партнерства.

Числова характеристика зміни бюджетної норми дисконту, враховуючи невизначеність параметрів її формування, передбачає моделювання на основі застосування особливостей венерівського процесу і може бути описана за допомогою стохастичного диференційного рівняння:

$$dx = \mu_x(t, x)dt + \sigma_x(t, x)d\omega, \quad (2.1)$$

де x - ставка рефінансування (середньозважена ставка за всіма інструментами), дана змінна містить елементи випадкового характеру, тобто її можна вважати випадковою змінною, яка залежить від часу t і стану фінансового ринку;

dt - нескінченно малий проміжок часу;

dx - приріст величини x за час dt ;

$\mu_x(t, x)$ - очікуване значення річного приросту ставки рефінансування;

$\sigma_x(t, x)$ - стандартне відхилення річного приросту ставки рефінансування, тобто показник волатильності;

ω - стандартний венерівський процес, тобто залежна від часу випадкова змінна $\omega(t)$, прирощення якої за час $\Delta\omega = \omega(t + \Delta t) - \omega(t)$ виступають незалежними нормально розподіленими випадковими величинами, очікуване значення яких дорівнює нулю, а стандартне відхилення $\sqrt{\Delta t}$.

Аналізуючи співвідношення (2.1) при формалізації кількісної характеристики бюджетної норми дисконту, необхідно зазначити, що перша складова рівняння $\mu_x(t, x)dt$ відповідає загальній тенденції встановлення рівня ставки рефінансування, в той час як друга $\sigma_x(t, x)d\omega$ відображує випадкові коливання даного показника в часі.

Паралельно із зазначеним аспектом, варто відмітити особливість співвідношення (2.1), сутність якого полягає в тому, що даний математичний вираз виступає основою побудови ряду моделей визначення бюджетної норми дисконту для різних значень зміни параметрів її формування. Так, найпоширенішими моделями в розрізі опису моделей процентних ставок та їх адаптації для формалізації бюджетної норми дисконту виступають моделі Васічека [193, 194], Мертона [190], Халла-Уайта, Хо-Лі, Кокса-Інгерсолла-Росса та інші [94, 176], узагальнення яких у вигляді однофакторного випадку можна представити наступним чином:

$$dx = (\mu_1 + \mu_2 x)dt + \sigma^\beta d\omega, \quad (2.2)$$

На основі використання стохастичного диференційного рівняння (2.2) розглянемо можливі комбінації параметрів формування бюджетної норми дисконту та особливості практичного використання кожного з них. Так, при $\mu_1 = \alpha\mu, \mu_2 = -\alpha, \beta = 0$ отримуємо модель Васічека, яку часто називають моделлю часової структури відсоткових ставок, в якій динаміка короткострокової ставки має тенденцію повернення до рівноважного значення. В нашому випадку, адаптацію моделі Васічека до формалізації

бюджетної норми дисконту можна інтерпретувати як *модель часової структури бюджетної норми дисконту*, в якій динаміка ставки рефінансування має тенденцію повернення до рівноважного значення, і математично представити у вигляді:

$$dx = \alpha(\mu - x)dt + \sigma d\omega, \quad (2.3)$$

де $\mu_x(t, x) = \alpha(\mu - x)$;

μ - константа, яка визначає довгострокове рівноважне значення ставки рефінансування;

α - параметр, що відображує швидкість наближення x до рівноважного значення μ ;

$\sigma_x(t, x) = \sigma$ - стандартне відхилення приросту бюджетної норми дисконту, яке виступає константою, тому не залежить від часу та значення x .

Розв'язок диференційного рівняння (2.3) визначає числову характеристику бюджетної норми дисконту у випадку проведення стабільної як інвестиційної, так і грошово-кредитної політики і передбачає визначення оптимального (рівноважного) значення ставки рефінансування та постійної підтримки даного рівня.

$$p(t, T) = p(\tau) = e^{-\chi(\tau)\tau} = e^{-\phi(\tau)x - \psi(\tau)},$$

$$\chi(\tau) = x \frac{\phi(\tau)}{\tau} + \left(\mu - \frac{\lambda\sigma}{\alpha} - \frac{\sigma^2}{2\alpha^2} \right) \frac{\tau - \phi(\tau)}{\tau} + \frac{(\sigma\phi(\tau))^2}{4\alpha\tau}, \quad (2.4)$$

$$\phi(\tau) = \frac{1 - e^{-\alpha\tau}}{\alpha},$$

$$\psi(\tau) = \left(\mu - \frac{\lambda\sigma}{\alpha} - \frac{\sigma^2}{2\alpha^2} \right) (\tau - \phi(\tau)) + \frac{(\sigma\phi(\tau))^2}{4\alpha}$$

де T - термін надання державних інвестиційних коштів;

t - поточний момент часу;

$$\tau = T - t,$$

У той же час, необхідно зазначити, що застосування адаптації моделі Васічека до розрахунку бюджетної норми дисконту можливе лише за умови жорсткого встановлення Національним банком України відповідних рівнів відсоткових ставок за кредитами, депозитами та ставок на міжбанківському ринку.

Дана ситуація в сучасних умовах розвитку економіки країни є неможливою і визначає обмеженість практичної реалізації даної моделі. Крім того, зі значним викривленням результатів, отриманим за допомогою даного підходу, можна стикнутись в кризових умовах, пов'язаних зі значною зміною певних параметрів, які в моделі Васічека виступають константами. Врахувати дані обмеження дозволяє використання моделі Мертона.

Отримати модель Мертона, використовуючи узагальнюючу однофакторну модель (2.2), і в подальшому провести її адаптацію до розрахунку бюджетної норми дисконту виявляється можливим за рахунок введення наступних спрощень: $\mu_s = 0, \beta = 0$, а також врахування усіх параметрів моделі в якості констант. Паралельно із зазначеними аспектами, зазначимо, що специфічною особливістю моделі Мертона, на відміну від розглянутого вище підходу Васічека, є відсутність в динаміці тенденції повернення короткострокової ставки до її рівноважного значення [31, 107]. В межах адаптації даної моделі до випадку визначення числової характеристики бюджетної норми дисконту, зазначений факт інтерпретується як відсутність жорсткої політики з точки зору органів державної влади в напрямку регулювання відповідної ставки. Як наслідок, ставка рефінансування має можливість вільно пристосовуватись до умов ринкової економіки.

Отже, еквівалент моделі Мертона для випадку визначення бюджетної норми дисконту можна описати наступним диференціальним рівнянням динаміки ставки рефінансування:

$$dx = \mu dt + \sigma d\omega, \quad (2.5)$$

де μ, σ - константи.

Знаходження розв'язку рівняння (2.5) дозволяє формалізувати математичний вираз для визначення бюджетної норми дисконту, враховуючи припущення моделі Мертона щодо відсутності в динаміці тенденції повернення ставки рефінансування до її рівноважного значення:

$$p(\tau) = e^{-x\tau - \psi(\tau)},$$

$$\chi(\tau) = x + \frac{1}{2}(\mu - \lambda\sigma)\tau - \frac{1}{6}\sigma^2\tau^2, \quad (2.6)$$

$$\psi(\tau) = \frac{1}{2}(\mu - \lambda\sigma)\tau^2 - \frac{1}{6}\sigma^2\tau^3$$

На основі аналізу співвідношення (2.6) необхідно зазначити, що модель Мертона, як і модель Васічека, не позбавлена недоліків. В першу чергу це стосується того факту, що в даному випадку ставка рефінансування зображується як квадратична функція часу, хоча дослідження, проведені у підрозділі 2.2 свідчать про наявність у цій функції також косинусоїди, логарифмічної, прямої, оберненої та експоненційної залежності. В свою чергу, це може призвести до звуження діапазону застосування (в процесі прийняття управлінських рішень щодо здійснення інвестування) бюджетної норми дисконту, отриманої за допомогою моделі Мертона, а також неможливості її використання в довгостроковій перспективі за рахунок значного відхилення розрахованого значення бюджетної норми дисконту від її реального значення. Саме тому на практиці широко використовується альтернативний підхід у вигляді моделі Кокса-Інгерсолла-Росса.

Модель Кокса-Інгерсолла-Росса (точніше, її пристосування до досліджуваної проблеми) – модель часової структури, побудована на основі врахування ідеї підтримки рівноважного значення бюджетної норми

дисконту на основі *аналізу оптимальних рішень економічних агентів*, а не просто реалізації жорсткої політики державних органів контролю. Саме дана особливість забезпечує можливість використання даної моделі при прийнятті гнучких оперативних управлінських рішень в області досягнення бажаного рівня ефективності інвестування ключових напрямків соціально-економічного розвитку країни за рахунок державних коштів [72].

Крім того, необхідно зазначити, що модель Кокса-Інгерсолла-Росса ґрунтується на припущенні, яке полягає в тому, що у стані рівноваги ставка рефінансування виступає лінійною функцією залежності від випадкового фактора. Виходячи з даного факту, а також приймаючи в моделі (2.2) $\beta = 1/2$, проведемо формалізацію динаміки зміни бюджетної норми дисконту за допомогою наступного математичного співвідношення:

$$dx = \alpha(\mu - x)dt + \sigma\sqrt{x}d\omega, \quad (2.7)$$

Розв'язок диференційного рівняння (2.7) характеризує оптимальне числове значення бюджетної норми дисконту:

$$\begin{aligned} p(t, T) &= p(\tau) = e^{-z(\tau)\tau}, \\ \chi(\tau) &= x \frac{\phi(\tau)}{\tau} + \frac{\psi(\tau)}{\tau}, \\ \phi(\tau) &= -\frac{sh(\gamma\tau)}{\gamma ch(\gamma\tau) + (1/2)\alpha sh(\gamma\tau)}, \\ \psi(\tau) &= \frac{2\alpha\mu}{\sigma^2} \ln\left(\frac{\gamma \exp(\alpha\tau/2)}{\gamma ch(\gamma\tau) + (1/2)\alpha sh(\gamma\tau)}\right), \\ \gamma &= \frac{\sqrt{\alpha^2 + 2\sigma^2}}{2} \end{aligned} \quad (2.8)$$

де $sh(\cdot), ch(\cdot)$ - гіперболічний синус та косинус відповідно;

$$sh(z) = \frac{e^z - e^{-z}}{2}, ch(z) = \frac{e^z + e^{-z}}{2}.$$

Підводячи підсумок описаним вище математичним моделям та їх адаптації до визначення бюджетної норми дисконту, зазначимо наступні аспекти їх практичного застосування при прийнятті ефективних інвестиційних рішень:

- модель Васічека доцільно використовувати у випадку проведення стабільної як інвестиційної, так і грошово-кредитної політики і попереднього визначення оптимального (рівноважного) значення ставки рефінансування та постійної підтримки даного рівня;
- модель Мертона доцільно використовувати у випадку відсутності жорсткої політики з точки зору органів державної влади в напрямку регулювання відповідної ставки і підтримки можливості вільного пристосування ставки рефінансування до умов ринкової економіки;
- модель Кокса-Інгерсолла-Росса доцільно використовувати у випадку підтримки рівноважного значення бюджетної норми дисконту на основі аналізу оптимальних рішень економічних агентів, а не просто реалізації жорсткої політики державних органів контролю.

Акцентуючи увагу на питанні визначення *джерел та характеру інвестиційних коштів*, які планується залучити суб'єктами господарювання (з метою розширення сфери діяльності, впровадження інноваційних видів продукції або проведення повної чи часткової реконструкції основних та оборотних фондів), необхідно звернути увагу на використанні такої форми як *державно-приватне партнерство*. Дана форма розміщення інвестицій передбачає часткову участь в процесі фінансування певного проекту або при реалізації портфельного інвестування як державних коштів, так і ресурсів приватних інвесторів в певних комбінаціях. В той же час, однією із головних проблем забезпечення найбільш ефективного використання інвестицій виступає визначення, в яких саме пропорціях залучення ресурсів різних форм власності надає можливість отримати оптимальний результат.

Отже, з метою уникнення негативних наслідків неефективного розміщення та використання інвестиційних коштів шляхом залучення державно-приватного партнерства пропонується використання інструментарію математичного моделювання в економіці. Підходом в розрізі проведення умовної оптимізації, який враховує особливості запропонованої форми залучення інвестиційних коштів, виступає *метод золотого перерізу*. Сутність даного методу полягає в тому, що він дозволяє максимізувати ефективність використання інвестицій шляхом вибору та обґрунтування найкращого співвідношення між обсягами державних та приватних інвестиційних ресурсів [14, 27].

Розглянемо послідовність етапів реалізації алгоритму застосування методу золотого перерізу. Для цього введемо деякі припущення:

- змінною управління в даному випадку будемо вважати частку розміщення державних інвестицій;
- цільовою функцією, сутність якої полягає в кількісній характеристиці ефективності використання інвестиційних ресурсів, виступає нелінійна однофакторна функціональна залежність від частки розміщення державних інвестицій $f(x)$;
- одним із ключових параметрів зміни меж отримання оптимального результату виступає бюджетна норма дисконту;
- в якості обмеження даної задачі використовується нерівність, яка характеризує інтервал можливої зміни частки розміщення державних інвестицій. Математично описану нерівність можна записати наступним чином:

$$M(\min_i(x_i)) \leq x \leq M(\max_i(x_i)), \quad (2.9)$$

де x - частка розміщення державних інвестицій;

x_i - частка розміщення державних інвестицій в i -му спостереженні;

M – операція математичного сподівання.

Отже, враховуючи введені вище припущення, алгоритм застосування методу золотого перерізу з метою забезпечення *максимізації ефективності використання інвестицій шляхом вибору оптимальної частки розміщення державних інвестицій та корегування параметру зміни бюджетної норми дисконту* приймає наступний вигляд:

Попередній крок. Обираємо допустиму скінчену довжину інтервалу невизначеності $l > 0$. Нехай $[a_1; b_1]$, $a_1 = M(\min(x_i))$, $b_1 = M(\max(x_i))$ - початковий інтервал невизначеності. Введемо параметри, які відповідають мінімальному та максимальному значенням інтервалу невизначеності та значенню коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій $\alpha = 0,618$:

$$\begin{aligned} \lambda_1 &= a_1 + (1 - \alpha)(b_1 - a_1), \\ \mu_1 &= a_1 + \alpha(b_1 - a_1) \end{aligned} \quad (2.10)$$

де λ_1 - параметр, який відповідає мінімальному значенню інтервалу невизначеності;

a_1 - нижня межа інтервалу невизначеності;

α - значення коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій;

b_1 - верхня межа інтервалу невизначеності;

μ_1 - параметр, який відповідає максимальному значенню інтервалу невизначеності.

Обчислимо $f(\lambda_1)$ і $f(\mu_1)$, покладемо $k = 1$ і перейдемо до основного етапу.

Таким чином, підводячи підсумок, доцільно зауважити, що розроблений науково-методичний підхід до проведення інвестиційної діяльності держави дозволяє:

- проводити врівноважену політику розміщення державних інвестицій на основі диференціації форми визначення бюджетної норми дисконтування, в залежності від існуючої кон'юнктури фінансового ринку;
- забезпечити реалізацію масштабних інвестиційних проектів за участю приватного сектору з одночасним максимальним збереженням інтересів держави, за рахунок ідентифікації оптимального співвідношення між часткою державних та приватних фінансових ресурсів;
- сформуванати загальний сприятливий інвестиційний клімат в державі, на основі підвищення рейтингу ефективності здійснення державних інвестицій та розвитку реального сектору економіки в результаті реалізації інвестиційних проектів інфраструктурного та інноваційного характеру;
- збільшити темпи повернення вкладених на початковій стадії та додатково отриманих фінансових ресурсів та їх комплексне подальше інвестування в інші перспективні та важливі для економічного зростання економіки України проекти.

У свою чергу, вищезазначені переваги нададуть змогу приймати обґрунтовані управлінські рішення щодо структури та обсягів розміщення державних інвестицій і, в результаті, дозволять забезпечити стимулювання економічного і соціального розвитку в Україні та в подальшому стабілізувати фінансовий дисбаланс у вітчизняній економічній системі.



2.3 Практичні аспекти оцінювання оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні

Наступним етапом практичної реалізації запропонованого науково-методичного підходу прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій виступає визначення частки участі держави у фінансуванні об'єкту вкладення інвестиційних коштів.

Розрахунок та вибір оптимального значення зазначеного показника має важливе стратегічне значення у побудові загальної фінансової та, зокрема, інвестиційної політики держави. Адже саме через визначення характеру та обсягу участі держави у фінансуванні інвестиційних проектів залежать можливості державного сектору щодо встановлення контролю над об'єктом інвестування, визначаються особливості пайової участі держави у його управлінні, і таким чином забезпечуються умови для формування інструментів опосередкованого впливу з боку держави на соціально-економічні процеси в суспільстві.

Крім того, показником частки участі держави у фінансуванні об'єкту вкладення інвестиційних коштів буде визначатися частка прибутку, що надходитиме від реалізації інвестиційного проекту до державного чи місцевого бюджету, та, відповідно, забезпечуватиме певну складову поповнення бюджетних ресурсів [5].

Таким чином, проблематика оцінки розміщення державних інвестицій потребує не лише визначення кількісних співвідношень між частками державного та приватного фінансування, але й аналізу якісних характеристик реалізації інвестиційних проектів, що визначає необхідність застосування і відповідного економіко-математичного інструментарію дослідження. Так, використовуючи метод золотого перерізу, проводиться не лише розрахунок найкращого співвідношення між обсягами державних та

приватних інвестиційних ресурсів (за рахунок державно-приватного партнерства), але й максимізація ефективності їх використання.

Обґрунтування необхідності та визначення оцінки привабливості державно-приватного партнерства в процесі залучення інвестиційних ресурсів проведемо на основі статистичної інформації за період з 1997 по 2010 в розрізі: частки державних інвестицій в загальній структурі капітальних інвестицій (граф 5 таблиці 2.3), темпу приросту реального ВВП (граф 7 таблиці 2.3) та темпу приросту обсягу капітальних інвестицій (граф 8 таблиці 2.3).

Таблиця 2.3 - Динаміка змін обсягів та ефективності використання залучених капітальних інвестицій

Рік	Усього капітальних інвестицій, млн.грн.	Державні капітальні інвестиції, млн.грн.	Приватні капітальні інвестиції, млн.грн.	Частка державних інвестицій, %	Частка приватних інвестицій, %	Темп приросту ВВП, %	Темпу приросту кап інвестицій, %	Темп приросту ВВП/темпу приросту капітальних інвестицій, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1997	12401,0	1479,0	10922,0	11,9	88,1	14,5	-	-
1998	13958,0	1614,0	12344,0	11,6	88,4	9,9	12,6	0,8
1999	17552,0	2027,0	15525,0	11,5	88,5	27,1	25,7	1,1
2000	23629,0	2185,0	21444,0	9,2	90,8	30,4	34,6	0,9
2001	32573,0	3081,0	29492,0	9,5	90,5	20,1	37,9	0,5
2002	46563,0	3725,0	42838,0	8,0	92,0	10,6	42,9	0,2
2003	59899,0	6748,0	53151,0	11,3	88,7	17,0	28,6	0,6
2004	89314,0	14161,0	75153,0	15,9	84,1	30,5	49,1	0,6
2005	111174,0	11531,0	99643,0	10,4	89,6	28,0	24,5	1,1
2006	148972,0	16337,0	132635,0	11,0	89,0	23,3	34,0	0,7
2007	222679,0	24447,0	198232,0	11,0	89,0	32,5	49,5	0,7
2008	272074,0	27901,0	244173,0	10,3	89,7	31,5	22,2	1,4
2009	192878,0	14275,0	178603,0	7,4	92,6	-3,7	-29,1	0,1
2010	189060,6	17319,9	171740,7	9,2	90,8	19,8	-2,0	-10,0

Проводячи детальний аналіз наведених в таблиці 2.3 даних, необхідно зазначити наступні аспекти подальшої реалізації запропонованого методичного підходу:

- розрахунок частки державних інвестицій в загальній структурі капітальних інвестицій (граф 5 таблиці 2.3) проводиться шляхом визначення відносного показника структури на основі даних граф 2,3,4 таблиці 2.3;
- показником ефективності використання залучених інвестиційних ресурсів, тобто результативною ознакою, будемо вважати співвідношення темпу приросту реального ВВП (граф 7 таблиці 2.3) до темпу приросту обсягу капітальних інвестицій (граф 8 таблиці 2.3);
- змінною управління в розрізі максимізації ефективності використання інвестицій, тобто факторною ознакою, будемо вважати частку державних інвестицій.

Важливим аспектом при прийнятті рішень відносно розміщення державних інвестицій виступає дослідження загальних тенденцій і закономірностей поведінки показника ефективності використання капітальних інвестицій. Так, на рис. 2.4 розглянемо графік динамічних змін даного показника.

Аналізуючи коливальні тенденції зміни показника ефективності використання державних та приватних капітальних інвестицій за період з 1997 по 2010 роки, по-перше, необхідно зазначити наявність аномального рівня даного динамічного ряду у 2010 році. Випадіння даного значення із загальної закономірності пояснюється тим, що на відміну від проміжку часу 1997-2009 рр. темпи зміни складових аналізованого показника мають різний характер спрямованості: чисельником виступає темп приросту ВВП, в той час як знаменником – темп скорочення капітальних інвестицій. Отже, у 2010 році показник ефективності використання капітальних інвестицій має від'ємний знак.



Рисунок 2.4 - Динаміка зміни показника ефективності використання державних та приватних капітальних інвестицій

Крім того, необхідно зазначити, що хоча темп приросту ВВП в аномальному періоді часу і відповідає середньорічній тенденції за весь аналізований проміжок часу, значно скоротився темп приросту капітальних інвестицій до рівня «-2,0%».

Зниження темпів приросту капітальних інвестицій і ВВП та, зокрема, від'ємні значення даних показників у 2009-2010 рр. були пов'язані із негативним впливом фінансової кризи та загальним зниженням ділової активності в економіці. Особливо деструктивні наслідки фінансової нестабільності, зокрема недовіра банківської системи, призупинення довгострокового кредитування та валютна нестабільність, відобразилися на сфері інвестування. Так, з кінця 2008 року була призупинена реалізація більшості інвестиційних проектів, різко скоротився обсяг як державних, так і приватних інвестицій. Незважаючи на те, що 2008 рік був роком початку кризи, в цілому за цей період позитивні тенденції в темпах зростання ВВП та капітальних інвестицій ще збереглися, та були забезпечені високим рівнем цих показників у першому півріччі 2008 р.

Для 2009 року був характерний значний спад, як у розрізі обсягів виробленого національного продукту, так і стосовно обсягів капітальних інвестицій, темпи приросту даних показників відповідно склали -3,7% та -29,1%. Тим не менше, у 2010 році обсяг ВВП мав позитивний приріст, що було забезпечене, перш за все, відновленням обсягів виробництва на докризовому рівні, але у той же час розширення обсягів залучення додаткових інвестицій не відбулося.

Таким чином, вилучення аномального рівня динамічного ряду (за 2010 рік) зміни показника ефективності використання державних та приватних капітальних інвестицій за період з 1997 по 2010 роки надає можливість в подальшому провести детальний аналіз загальних закономірностей поведінки результативної ознаки (рис. 2.5).

Аналізуючи динаміку зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій протягом 1998-2009 років (рис.2.5), можемо зробити висновок, що показник співвідношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій протягом даного періоду змінювався нерівномірно та коливався у межах від 0,1 у 2009 р. до 1,4 у 2008 р. При цьому слід виділити 3 періоди, що за рисунком 2.2 характеризувалися найвищим рівнем ефективності використання капітальних вкладень, а саме 1999, 2005 та 2008 роки.

Поряд із цим, можна відмітити деяку циклічність у зростанні обсягів капітальних інвестицій протягом 1997-2009 років (див. табл. 2.3). Зокрема, найвищі темпи їх зростання спостерігалися у 2004 та 2007 роках, тоді як аналізований показник ефективності капітальних інвестицій мав найвищі значення у 2005 та 2008 роках.

Таким чином, можна припустити, що скорочення чи збільшення обсягів капітальних інвестицій відображається на ВВП з певним лагом, що пов'язано із довгостроковим характером реалізації інвестиційних проектів, а тому і вплив їх на зміну ВВП найбільш відчутний буде в рік реалізації проекту, а не обов'язково у той же період, що і здійснення інвестиційних вкладень.

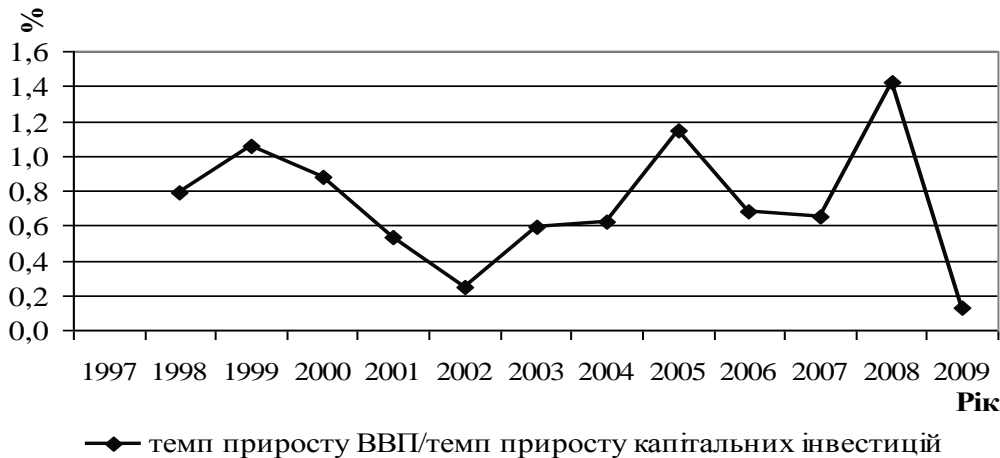


Рисунок 2.5 - Динаміка зміни показника ефективності використання державних та приватних капітальних інвестицій без урахування аномального рівня ряду 2010 року

Для ілюстрації даної тези проаналізуємо динаміку показника співвідношення темпу приросту ВВП звітного року до темпу приросту капітальних інвестицій попереднього року (рис. 2.6).

Аналізуючи дані рис. 2.6, можна зауважити, що найвищі показники співвідношення темпів приросту ВВП до приросту капітальних інвестицій відповідного попереднього періоду були характерні для 1999-2000 років. Високі показники віддачі інвестицій даного періоду, були забезпечені системними зрушеннями, що відбулися в економіці країни в даний період. Серед основних слід відзначити забезпечення ряду ринкових перетворень, здійснення реструктуризації підприємств та підвищення їх конкурентоспроможності, реформування відносин власності тощо.

Крім того, значною рушійною силою у стимулюванні економічного зростання у 1999-2001 роках стало впровадження системи спрощеного оподаткування та звітності для суб'єктів малого бізнесу, що дало суттєвий стимул для розвитку даного сегменту вітчизняного підприємництва і також забезпечило певну частку у зростанні загального обсягу ВВП протягом аналізованого періоду.



Рисунок 2.6 - Динаміка зміни співвідношення темпу приросту ВВП звітнього року до темпу приросту капітальних інвестицій попереднього року

Важливим позитивним чинником протягом зазначеного періоду було укріплення стабільності національної грошової одиниці, нарощення золотовалютних резервів НБУ та зниження обсягів дефіциту Державного бюджету. Безумовно, це мало вагомий вплив на підвищення інвестиційної привабливості української економіки та сприяло розширенню обсягів виробництва вітчизняних підприємств та, відповідно, росту ВВП.

Протягом наступних 2003-2007 рр. спостерігається відносна стабільність у темпах приросту капітальних інвестицій, що може говорити про вихід на збалансований рівень розвитку економіки, стабільність економічного зростання.

У 2008-2010 рр. різке зниження аналізованого показника було зумовлено, як уже відзначалося, кризовими явищами в економіці та згортанням більшості інвестиційних проєктів.

Підсумовуючи сказане, можна відзначити, що на темп приросту ВВП впливає ряд різноспрямованих факторів, і при цьому темп приросту капітальних інвестицій може не бути визначальним чинником і нівелюватися сукупністю факторів з протилежним напрямком впливу, що

викликає похибки у відображенні реального рівня ефективності використання державних та приватних капітальних інвестицій. З іншого боку, значна частка державних капітальних вкладень направляється на реалізацію проектів соціальної спрямованості, внаслідок чого, незважаючи на високі темпи приросту капітальних інвестицій, впровадження таких інвестиційних проектів не матиме прямого впливу на приріст ВВП.

Слід також відмітити, що у випадку реалізації довгострокового інвестиційного проекту його фінансування може здійснюватися протягом кількох звітних періодів, а загальний обсяг державних капітальних вкладень за конкретним напрямком інвестування розподіляється в часі відповідно до ступеня реалізації інвестиційного проекту та фактичної потреби у фінансових ресурсах. Таким чином, загальний обсяг прямих інвестицій по даному проекту буде відображений певними частками за різними звітними періодами, що також ускладнює аналіз ефективності реалізації державної інвестиційної політики.

Проте, враховуючи неможливість точної оцінки фактичного значення термінів реалізації інвестиційних проектів та тривалості періоду від початку асигнування державних коштів до моменту отримання прибутку від реалізації проекту, в рамках даного дослідження будемо вважати, що введення в експлуатацію об'єктів інвестування та початок отримання віддачі від інвестицій, а відповідно і нарощення загального обсягу ВВП, відбувається у той же рік, що і здійснення капітальних вкладень. Відповідно, для оцінки ефективності використання капітальних інвестицій будемо використовувати показник співвідношення темпу приросту реального ВВП до темпу приросту обсягу капітальних інвестицій.

Отже, враховуючи зазначені вище особливості формування науково-методичного підходу до прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій, розглянемо послідовність етапів його практичної реалізації у вигляді наступного комплексу дій:

1. Ідентифікація параметрів, за допомогою яких можна здійснити формалізацію та кількісну оцінку цільової функції - показника ефективності використання капітальних інвестицій. Зазначеними параметрами в рамках даної моделі виступають: частка державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій, темп приросту ВВП, темп приросту капітальних інвестицій).

1.1 Дослідження динаміки зміни критеріїв оптимізації поставленої задачі, що свідчить про наявність коливальних тенденцій відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій та необхідності пошуку відповідного аналітичного співвідношення кількісного опису цільової функції у вигляді поліномів.

1.2 Ідентифікація керованих і некерованих чинників. В якості керованого чинника запропоновано використовувати частку державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій, в той час як проведення ідентифікації некерованих чинників в рамках даного підходу є недоцільною, оскільки значно ускладнює розрахунки у порівнянні з очікуваними результатами.

2. Формалізація цільової функції (показника ефективності використання капітальних інвестицій) на основі застосування економетричного аналізу.

2.1 Вибір або побудова форми залежності між результативною та факторними ознаками. Так, результативною ознакою виступає ефективність використання капітальних інвестицій, а факторною - частка державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій. В даному випадку, враховуючи виявлені тенденції зміни функціоналу, проводиться вибір форми залежності між результативною та факторними ознаками у вигляді поліномів.

2.2 Обґрунтування адекватності математичного співвідношення опису цільової функції, що проводиться на основі комплексного аналізу критеріїв

Фішера, Стюдента, коефіцієнта детермінації та інтервалу значень параметрів отриманого рівняння регресії.

2.3. Аналіз коефіцієнтів регресійного рівняння кількісної оцінки цільової функції, що дозволяє визначити характер і напрямок зміни результативної ознаки під впливом варіації факторної.

2.4 Виявлення закономірностей функціонування розглянутої економічної системи, тобто визначення специфічних особливостей прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій на основі обраного виду залежності між ефективністю використання капітальних інвестицій та часткою державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій.

3. Формалізація обмежень, якими виступають співвідношення кількісної характеристики початкового інтервалу невизначеності, значення коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій та очікуваного параметру зміни бюджетної норми дисконту.

3.1 Дослідження динаміки зміни параметрів формування системи обмежень, на основі чого визначаються інтервали можливої зміни параметрів системи обмежень даної задачі, за умови дотримання яких можна отримати оптимальний прийнятний розв'язок.

3.2 Ідентифікація ключових параметрів формування системи обмежень, тобто коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій та параметру зміни бюджетної норми дисконту.

3.3. Формалізація змінних управління. Підтримуючи баланс між спрощенням математичного опису реальної економічної системи та вимогою її адекватності, було встановлено в якості основної змінної управління обрати саме частку державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій.

3.4 Математична інтерпретація співвідношень системи обмежень у вигляді поліномів, тобто визначення конкретного виду регресійного

рівняння характеристики співвідношення між частками державних і приватних інвестицій.

4. Вибір та обґрунтування необхідності застосування певного методу вирішення задачі економіко-математичного моделювання. Оскільки застосовуються різні комбінації державно-приватного партнерства під час здійснення інвестування, тому виникає необхідність використання методу, який дозволить як провести умовну оптимізацію, так і враховувати вимоги до структури розподілу інвестиційних коштів.

5. Постановка задачі визначення оптимального значення критерію ефективності з урахуванням особливостей обраного методу її вирішення, яка полягає у пошуку такої величини частки розміщення державних інвестицій, за дотриманням якої проводиться максимізація ефективності використання капітальних інвестицій за умови врахування нормативно встановленого рівня бюджетної норми дисконту.

5.1. Врахування аналітичного співвідношення опису цільової функції. Оскільки формалізація функціонала проводиться за допомогою використання поліномів, тому виникає необхідність застосування методу найменших квадратів з визначення коефіцієнтів відповідного рівняння регресії задачі нелінійного програмування.

5.2. Врахування аналітичних співвідношень опису системи обмежень, що дозволяє визначити множину очікуваних значень змінної управління (частки розміщення державних інвестицій), за умови дотримання яких проводиться обґрунтування раціональності використання інвестиційних ресурсів.

6. Вибір оптимальних значень змінних управління. Інструментарієм даного вибору пропонується використовувати можливості інструментального засобу Microsoft Excel [81].

7. Формалізація алгоритму економіко-математичної моделі та її вирішення на основі обраного методу – методу золотого перерізу.

Переходячи до практичної реалізації методу золотого перерізу з метою максимізації ефективності використання інвестицій шляхом вибору та обґрунтування найкращого співвідношення між обсягами державних і приватних інвестиційних ресурсів, проведемо формалізацію цільової функції. Зазначимо, що функцією мети в даному випадку запропоновано використовувати нелінійну однофакторну функціональну залежність від частки розміщення державних інвестицій $f(x)$, яка виступає кількісною характеристикою ефективності використання інвестиційних ресурсів. Для опису зазначеної функції у вигляді аналітичного співвідношення проведемо детальний аналіз взаємозв'язку, який відображає його сутність, на основі рис.2.7.



Рисунок 2.7 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки

Дослідження тенденцій зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за допомогою апроксимації різного виду трендів (лінійного (рисунок Д.1), експоненційного (рисунок Д.2), ступеневого (рисунок Д.3), логарифмічного (рисунок Д.4), поліноміальних другого (рисунок Д.5) та третього ступенів)

дозволяє зробити висновок, що найкращим чином описати дану залежність можна за допомогою полінома третього ступеня:

$$f(x) = a_1 + a_2x + a_3x^2 + a_4x^3, \quad (2.13)$$

де a_1, a_2, a_3, a_4 - константи;

x - частка державних капітальних інвестицій в загальній структурі інвестицій, %;

$f(x)$ - показник ефективності використання капітальних інвестицій (відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій).

Підтвердженням виявленого факту опису залежності виступає найвищий коефіцієнт детермінації на рівні 0,54 та критерій Фішера, який приймає значення 3,15, вище за критично допустимий рівень. Результати проведеного статистичного аналізу представимо в таблиці 2.4 (рисунок Д.6).

Таблиця 2.4 - Результати статистичного аналізу залежності показника ефективності використання капітальних інвестицій (відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій) від частки державних інвестицій

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	-19,63190	12,51	-1,57	-48,47	9,21
Частка державних інвестицій (x)	5,23478	3,51	1,49	-2,86	13,33
x^2	-0,43512	0,32	-1,37	-1,17	0,30
x^3	0,01170	0,01	1,28	-0,01	0,03

На основі даних таблиці 2.4 (графі 2), яка містить кількісні значення параметрів побудованого нелінійного регресійного рівняння, запишемо отримане математичне співвідношення:

$$f(x) = -19,63190 + 5,23478 \cdot x - 0,43512 \cdot x^2 + 0,0117 \cdot x^3, \quad (2.14)$$

На основі аналізу коефіцієнтів нелінійного регресійного рівняння (2.14) можна зробити висновок, що у випадку здійснення інвестування лише за рахунок приватних джерел (частка державних інвестицій приймає нульовий рівень) ефективність використання залучених інвестиційних коштів не лише зменшується, але і набуває від'ємного значення. Це є наслідком недостатнього здійснення контролю з боку державних органів регулювання.

Паралельно із зазначеними вище аспектами, необхідно відмітити, що визначене аналітичне співвідношення (2.14) досить адекватно описує реальні дані (див. рис. 2.8), оскільки графіки реального співвідношення темпу приросту ВВП і темпу приросту капітальних інвестицій та його прогнозного рівня незначним чином відхиляються один від одного.

Отже, математичний вираз залежності показника ефективності використання капітальних інвестицій (відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій) від частки державних інвестицій у вигляді поліному третього ступеня виступає найкращим описом цільової функції поставленої задачі максимізації ефективності використання інвестицій.

Наступним етапом визначення найкращого співвідношення між обсягами державних та приватних інвестиційних ресурсів (за рахунок державно-приватного партнерства) та максимізації ефективності їх використання виступає застосування алгоритму реалізації методу золотого перерізу.





Рисунок 2.8 - Співставлення фактичних та прогнозних значень показника ефективності використання капітальних інвестицій (відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій)

Попередній крок. Обираємо допустиму скінчену довжину інтервалу невизначеності $8,5\% > 0$, (де $[7,40105\%; 15,8553\%]$, $a_1 = 7,40105$, $b_1 = 15,8553$ – початковий інтервал невизначеності, параметри якого відповідають мінімальному та максимальному значенням інтервалу невизначеності) та значення коефіцієнта стискування частки розміщення державних інвестицій $\alpha = 0,618$. Параметр, який відповідає мінімальному значенню інтервалу невизначеності, набуває вигляду $\lambda_1 = 7,40105 - (1 - 0,618)(15,8553 - 7,40105) = 10,63$. В свою чергу, параметр, який відповідає максимальному значенню інтервалу невизначеності, визначається:

$$\mu_1 = 7,40105 - 0,618(15,8553 - 7,40105) = 2,18$$

Обчислимо

$$f(\lambda_1) = f(10,63) = -19,63190 + 5,23478 \cdot 10,63 - 0,43512 \cdot 10,63^2 + 0,0117 \cdot 10,63^3 = 0,9 \quad \text{і}$$

$$f(\mu_1) = f(2,18) = -19,63190 + 5,23478 \cdot 2,18 - 0,43512 \cdot 2,18^2 + 0,0117 \cdot 2,18^3 = 10,18,$$

покладемо $k = 1$ і перейдемо до основного етапу. Результати проведених обчислень занесемо у рядок 1 таблиці 2.5.

Основний етап.

Крок 1. Оскільки умова $15,8553-7,40105 < 8,5$ не виконується, оптимальна точка (значення максимізації ефективності використання інвестицій при значенні коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій $\alpha = 0,618$) не належить проміжку $[7,40105\%; 15,8553\%]$. В той же час виконується умова $f(\lambda_k) > f(\mu_k)$, тобто $0,90 > -10,18$ то перейдемо до кроку 2.

Крок 2. Покладемо $\alpha_{k+1} = \lambda_k = 10,63057$, $b_{k+1} = b_k = 15,8553$, $\lambda_{k+1} = 12,63$ та визначимо $\mu_1 = 10,63057 - 0,618(15,8553 - 10,63057) = 7,40169$.

Обчислимо $f(\mu_{k+1}) = f(7,40169) = -19,63190 + 5,23478 \cdot 7,40169 - 0,43512 \cdot 7,40169^2 + 0,0117 \cdot 7,40169^3 = 0,20631$ і перейдемо до кроку 4.

Крок 4. Замінімо k на $k+1$ і перейдемо до кроку 1. Результати проведених розрахунків представимо у вигляді таблиці 2.5.

Виходячи з даних таблиці 2.5, зазначимо, що вирішення задачі максимізації ефективності використання інвестицій шляхом вибору оптимальної частки розміщення державних інвестицій методом золотого перерізу завершується шляхом реалізації 10 ітерацій, результати проведення яких графічно зобразимо на рис. 2.9.

Таблиця 2.5 - Кількісні характеристики кроків вирішення задачі забезпечення максимізації ефективності використання інвестицій при заданому значенні коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій 0,618 та параметру зміни бюджетної норми дисконту

k	a_k	b_k	λ_k	μ_k	$f(\lambda_k)$	$f(\mu_k)$
1	2	3	4	5	6	7
1	7,40105	15,85530	10,63057	2,17633	0,90054	-10,17960
2	10,63057	15,85530	12,62642	7,40169	0,64760	0,02080
3	10,63057	12,62642	11,39299	9,39714	0,83185	0,84552
4	10,63057	11,39299	10,92181	10,15940	0,88111	0,90894
5	10,63057	10,92181	10,74183	10,45059	0,89426	0,90740
6	10,63057	10,74183	10,67307	10,56182	0,89832	0,90365
7	10,63057	10,67307	10,64681	10,60431	0,89972	0,90180
8	10,63057	10,64681	10,63677	10,62054	0,90023	0,90103
9	10,63057	10,63677	10,63294	10,62674	0,90042	0,90073
10	10,63057	10,63294	10,63148	10,62911	0,90049	0,90061

Остання ітерація містить оптимальний розв'язок задачі, який характеризується визначенням частки розміщення державних інвестицій на рівні 10,63%, дотримання якої забезпечує максимальне значення $(0,90)$ співвідношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій. Отже, при даному показнику частки розміщення державних інвестицій забезпечується перевищення обсягів зростання капітальних інвестицій як державного, так і приватного характеру, над обсягами збільшення реального ВВП. Даний факт, в свою чергу, сприяє підтримці розвитку економіки держави.

Паралельно із вибором частки розміщення державних інвестицій з метою максимізації ефективності їх використання, актуальності набуває питання визначення мінімально допустимого рівня ефективності використання інвестицій при заданому значення коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій 0,618 та параметру зміни бюджетної норми дисконту. Для цього пропонується застосувати метод золотого перерізу, при цьому цільова функція змінює напрям оптимізації на протилежний, тобто прямує до мінімуму.

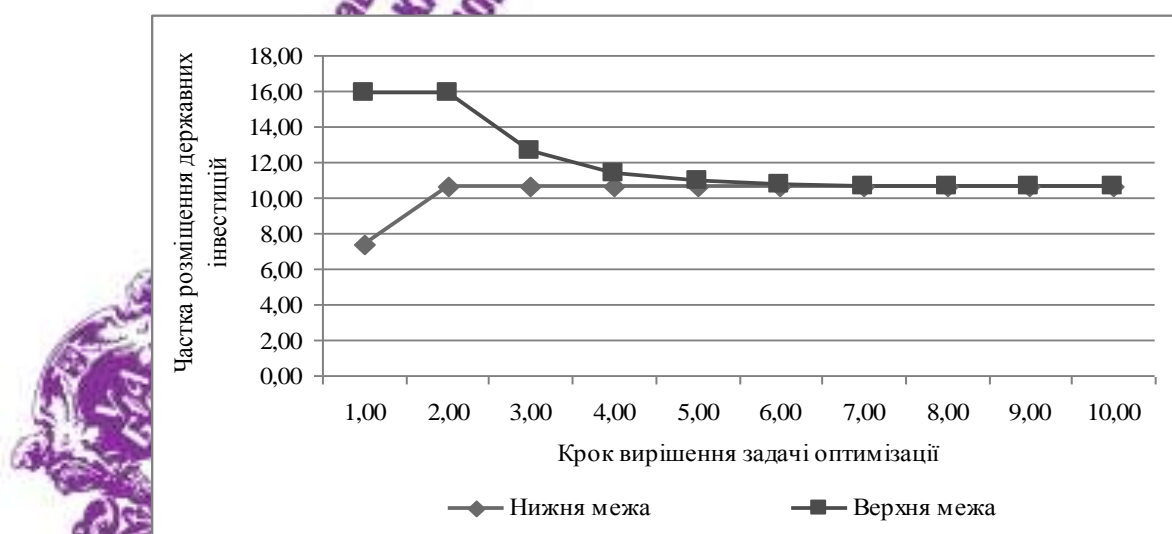


Рисунок 2.9 - Послідовність кроків оптимізації частки розміщення державних інвестицій (дотримання якої забезпечує максимальне значення

(0,90) співвідношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій) методом золотого перерізу

Попередній крок вирішення даної задачі співпадає з сутністю проведеного вище попереднього кроку для випадку задачі максимізації ефективності використання капітальних інвестицій і надає можливість отримати аналогічні результати (рядок 1 таблиці 2.6). Перейдемо до основного етапу.

Основний етап.

Крок 1. Оскільки умова $15.86 - 7.40 < 8.5$ не виконується, оптимальна точка (значення мінімально допустимого рівня ефективності використання інвестицій при значенні коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій $\alpha = 0,618$) не належить проміжку $[7.40; 15.86]$. В той же час виконується умова $f(\lambda_k) > f(\mu_k)$, тобто $0,90 > -10,18$ то перейдемо до кроку 3.

Крок 3. Покладемо $a_{k+1} = a_k = 7.40, b_{k+1} = \mu_k = 10.63, \mu_{k+1} = 5.41$ та визначимо $\lambda_{k+1} = 10.63 + (1 - 0.618)(10.63 - 7.40) = 8.63$.

Обчислимо

$$f(\mu_{k+1}) = f(8,63) = -19,63190 + 5,23478 \cdot 8,63 - 0,43512 \cdot 8,63^2 + 0,0117 \cdot 8,63^3 = 0,65787$$

і перейдемо до кроку 4.

Крок 4. Замінімо k на $k+1$ і перейдемо до кроку 1. Результати проведених розрахунків представимо у вигляді таблиці 2.6.

Отже, мінімально допустимий рівень ефективності використання капітальних інвестицій 0,01864, який сприяє розвитку економіки країни, може бути досягнутий при частці розміщення державних інвестицій, що дорівнює 7,40% - мінімально можливому значенню даного показника за період з 1997 по 2010 роки.

Графічну інтерпретацію послідовності кроків досягнення поставленої мети та відповідні кожному етапи проміжні значення часток розміщення державних інвестицій наведемо на рис.2.10.

Таблиця 2.6 - Кількісні характеристики кроків вирішення задачі забезпечення мінімально допустимого рівня ефективності використання інвестицій при заданому значення коефіцієнта стискання частки розміщення державних інвестицій 0,618 та параметру зміни бюджетної норми дисконту

k	a_k	b_k	λ_k	μ_k	$f(\lambda_k)$	$f(\mu_k)$
1	2	3	4	5	6	7
1	7,40105	15,85530	10,63057	2,17633	0,90054	-10,17960
2	7,40105	10,63057	8,63473	5,40521	0,65971	-2,20168
3	7,40105	8,63473	7,87232	6,63864	0,32041	-0,63324
4	7,40105	7,87232	7,58107	7,10981	0,14376	-0,20358
5	7,40105	7,58107	7,46982	7,28980	0,06880	-0,06159
6	7,40105	7,46982	7,42732	7,35855	0,03904	-0,01044
7	7,40105	7,42732	7,41109	7,38482	0,02751	0,00865
8	7,40105	7,41109	7,40488	7,39485	0,02308	0,01588
9	7,40105	7,40488	7,40252	7,39868	0,02138	0,01864

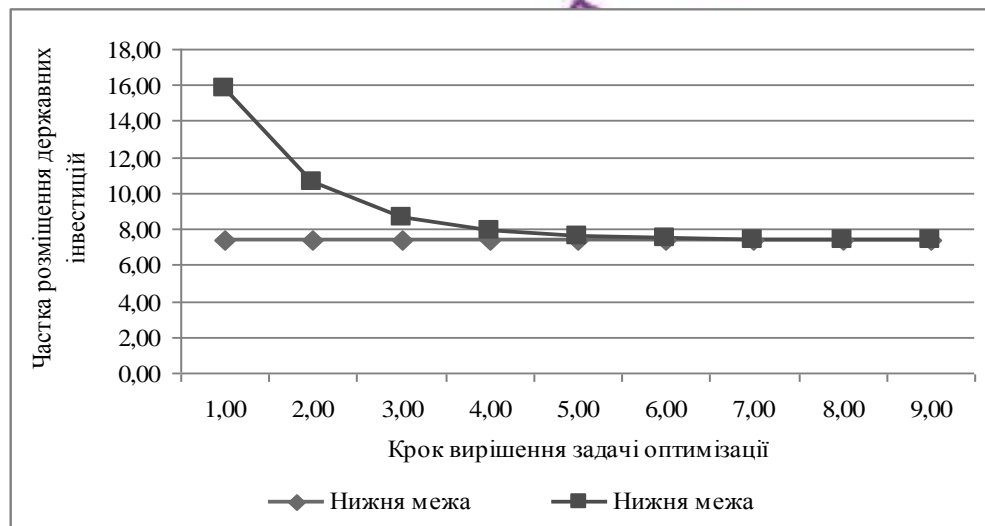


Рисунок 2.10 - Послідовність кроків оптимізації частки розміщення державних інвестицій (дотримання якої забезпечує мінімальне значення (0,90) співвідношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій) методом золотого перерізу

Таким чином, на основі проведення практичної реалізації запропонованого науково-методичного підходу прийняття рішень відносно розміщення державних інвестицій виступає:

- визначення частки участі держави у фінансуванні об'єкту вкладення інвестиційних коштів на рівні 10,63%, дотримання якої забезпечує

максимальне значення (0,90) співвідношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій, тобто за умови дотримання даного параметру забезпечується перевищення обсягів збільшення реального ВВП над обсягами зростання капітальних інвестицій як державного, так і приватного характеру;

- визначення частки участі держави у фінансуванні об'єкту вкладення інвестиційних коштів на рівні 7,40%, яке відповідає мінімально можливому значенню ефективності використання капітальних інвестицій на рівні 0,01864 і сприяє розвитку економіки країни за період з 1997 по 2010 роки.

Висновки до розділу 2

1. В процесі дослідження визначено, що фінансова політика держави включає такі основні елементи, як: бюджетна, грошово-кредитна, податкова, інвестиційна, валютна, митна політики та інші. При цьому з'ясовано, що застосування процентних важелів має основне значення в процесі реалізації грошово-кредитної та інвестиційної політики держави.

2. Використання інструментів грошово-кредитної політики дозволяє максимально збалансовано здійснювати трансформацію економічних процесів в державі, зберігаючи при цьому ринкові механізми відновлення та забезпечуючи достатню урегульованість з боку державних органів влади. Застосування процентних важелів впливу в рамках реалізації грошово-кредитної політики передбачає проведення процентної політики НБУ, а саме встановлення та оперативну зміну офіційних процентних ставок, адекватних поточній економічній ситуації в країні. З метою ефективного управління фінансовою політикою держави до процентних інструментів НБУ відносять: встановлення облікової ставки, ставки за кредитами

овернайт, ставки рефінансування, ставки за депозитами овернайт та ставки по залученню тимчасово вільних коштів банків.

3. Процентні важелі регулювання економіки є ефективним засобом впливу на будь-які економічні процеси в країні. Інструменти даної групи можуть бути застосовані не лише в аспекті реалізації грошово-кредитної політики держави, а й по відношенню до інших сфер економічної діяльності, зокрема це стосується реалізації інвестиційної політики держави. Важливим процентним важелем, що виступає основою обґрунтування доцільності прийняття рішень щодо інвестування державних коштів, є бюджетна норма дисконтування. Врахування показника бюджетної норми дисконтування в процесі аналізу інвестиційного проекту дає можливість зробити висновок про рівень його прибутковості.

4. З метою формалізації аналітичних співвідношень для визначення числової характеристики зміни бюджетної норми дисконту проведене дослідження існуючих теоретико-методологічних підходів до моделювання процентних ставок, зокрема були розглянуті найпоширеніші моделі Васічека, Мертона, Халла-Уайта, Хо-Лі, Кокса-Інгерсолла-Росса, та визначені основні умови застосування кожної із них при розрахунку бюджетної норми дисконту.

5. Поряд із величиною бюджетної норми дисконту, важливою складовою прийняття управлінських рішень відносно доцільності та ефективності здійснення державних капітальних інвестицій виступає визначення оптимальної частки розміщення державних інвестицій при залученні державно-приватного партнерства. Розрахунок та вибір оптимального значення зазначеного показника має важливе стратегічне значення у побудові загальної фінансової та, зокрема, інвестиційної політики держави.

6. З метою уникнення негативних наслідків неефективного розміщення та використання інвестиційних коштів шляхом залучення державно-приватного партнерства запропоновано використовувати інструментарій

математичного моделювання в економіці. Підходом в розрізі проведення умовної оптимізації, який враховує особливості запропонованої форми залучення інвестиційних коштів, обрано метод золотого перерізу, сутність якого полягає в максимізації ефективності використання інвестицій шляхом вибору та обґрунтування найкращого співвідношення між обсягами державних та приватних інвестиційних ресурсів. В рамках оцінки ефективності використання капітальних інвестицій запропоновано використовувати показник співвідношення темпу приросту реального ВВП до темпу приросту обсягу капітальних інвестицій.

7. На основі здійсненої практичної реалізації запропонованого науково-методичного підходу до оптимізації розміщення державних інвестицій було визначено оптимальну частку участі держави у фінансуванні об'єктів вкладення інвестиційних ресурсів на рівні 10,63%, дотримання якої забезпечує перевищення темпів приросту реального ВВП над темпами приросту капітальних інвестицій як державного, так і приватного характеру. Визначена також і частка участі держави у фінансуванні об'єкту інвестування, що відповідає мінімально можливому рівню ефективності використання капітальних інвестицій (а саме 0,02), дана частка складає 7,40%.

Основні положення даного розділу опубліковано автором у роботах [140,144, 146, 147, 149].



РОЗДІЛ 3

РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОЇ БАЗИ ЗАСТОСУВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ ВАЖЕЛІВ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ

3.1 Розвиток науково-методичних підходів до визначення оптимального значення облікової ставки Національного банку України

Дослідивши теоретичні засади реалізації фінансової політики держави на основі процентних важелів, актуальності набуває розвиток відповідного науково-методичного забезпечення, що надасть можливість з найбільшою ефективністю застосовувати ті процентні інструменти, які призведуть до високої оперативності та дієвості прийнятих уповноваженими органами влади управлінських рішень.

Найбільш істотну позицію в структурі процентних ставок грошового ринку займає облікова ставка. Національний банк України визначає рівень облікової ставки виходячи з загальної грошово-кредитної політики та багатьох інших показників соціально-економічного розвитку країни. Можливість НБУ виступати кредитором останньої інстанції дає йому змогу, регулюючи значення облікової ставки, впливати на цілісну систему процентних ставок грошового ринку.

Виходячи з цього, розробка науково-методичного підходу до визначення оптимального значення облікової ставки є необхідною умовою ефективної державної фінансової політики за рахунок процентних важелів. Актуальність даних заходів пов'язана також із тим, що за допомогою облікової ставки НБУ має можливість дієво, але не дуже радикально впливати на економіку держави, реалізуючи тим самим певні напрямки монетарної політики.

Визначення облікової ставки на оптимальному рівні в залежності від наявної економічної ситуації в країні та кон'юнктури фінансового ринку дозволяє НБУ проводити стимулювання економічного розвитку або стримувати в певних межах рівень інфляції, що в результаті надає можливість державі впливати на ділову активність всіх суб'єктів господарювання.

Проте, необхідно зазначити, що роль та місце облікової ставки в системі інструментів регулювання монетарної політики в Україні значно недооцінене. Рівень використання даного інструменту в Україні можна проаналізувати на основі рис. 3.1.

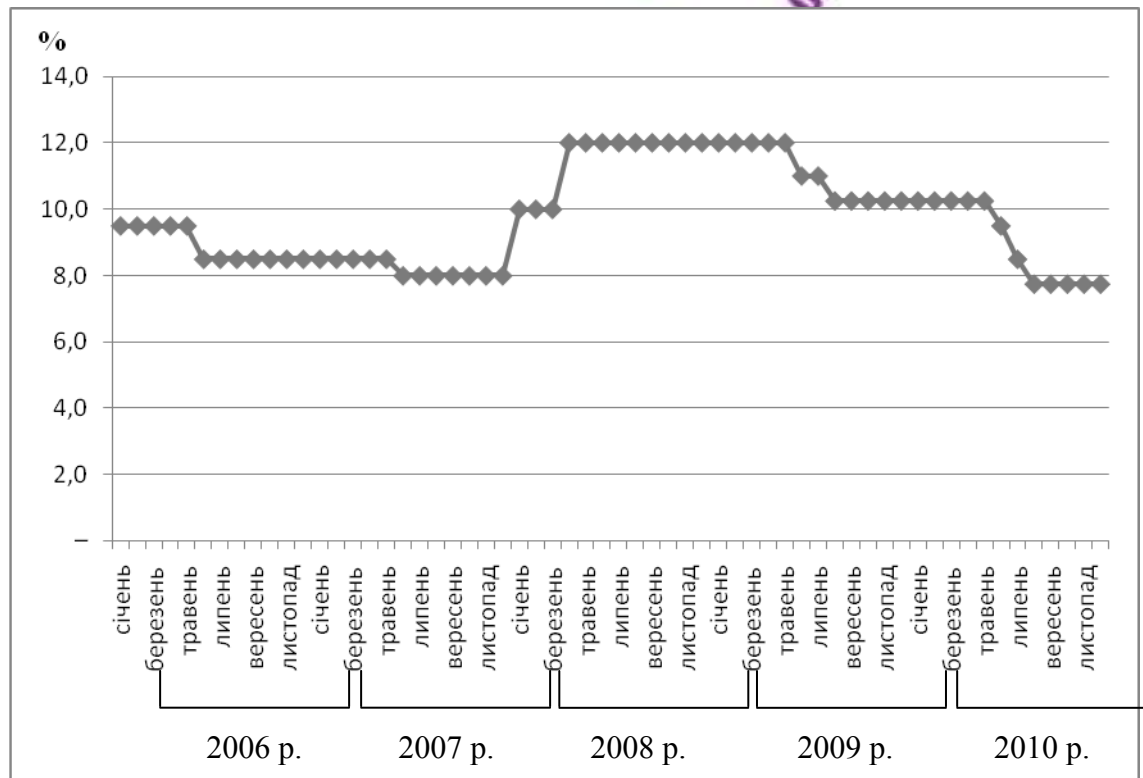


Рисунок 3.1 - Динаміка зміни облікової ставки НБУ за 2006-2010 рр.

Проводячи дослідження динаміки зміни облікової ставки в Україні протягом 2006-2010 рр. (рис. 3.1), можна сказати, що інтенсивність зміни даного показника незначною. Так, протягом аналізованого періоду (60 місяців) облікова ставка змінювалась десять разів, тобто в середньому один

раз на півроку. Крім того, необхідно зауважити, що проміжок в якому відбувались дані зміни становить від 7,75 % до 12 %. Навіть в умовах фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. облікова ставка зменшувалась два рази. Дані факти підтверджує положення про незначний рівень використання даного процентного важеля з метою управління НБУ фінансової політики держави.

Таким чином, можна зазначити, що в сучасних умовах функціонування фінансового ринку НБУ використовує облікову ставку в своїй більшості, як інструмент, що сигналізує про напрямки проведення монетарної політики у майбутньому. Той чи інший рівень облікової ставки свідчить про стан грошово-кредитного ринку, очікувані процентні ставки за кредитами (депозитами), прогнозований рівень інфляції, а також ймовірність наявності кредитних ризиків.

Ситуація, яка також призводить до застосування облікової ставки в обмеженому обсязі та не дозволяє використовувати даний інструмент на достатньому рівні з метою впливу на економічні процеси в державі полягає в тому, що вітчизняні комерційні банки в незначній мірі використовують позикові кошти, надані НБУ, і відповідно значно знижують можливість державних органів влади впливати на попит кредитних ресурсів і їх вартість, змінюючи облікову ставку (рис. 3.2).

На основі даних, наведених на рис. 3.2, можна зазначити, що протягом 2002-2007 рр. комерційні банки значно скорочували попит на кредитні ресурси, представлені НБУ. Так, якщо в 2002 р. питома вага кредитів, наданих НБУ комерційним банкам, складала більше, ніж 20%, то за шість років даний показник скоротився в десять разів, і відповідно склав в 2007 р. – 2%. Наступні три роки 2008-2010 рр. активність комерційних банків відносно залучення позикових коштів від НБУ зростає, та значення частки кредитів, наданих НБУ комерційним банкам, знаходилась в межах від 9-12%. Тим не менш, рівень використання вітчизняною банківською

системою кредитних ресурсів НБУ залишається на низькому рівні, і унеможливорює ефективне використання облікової ставки.

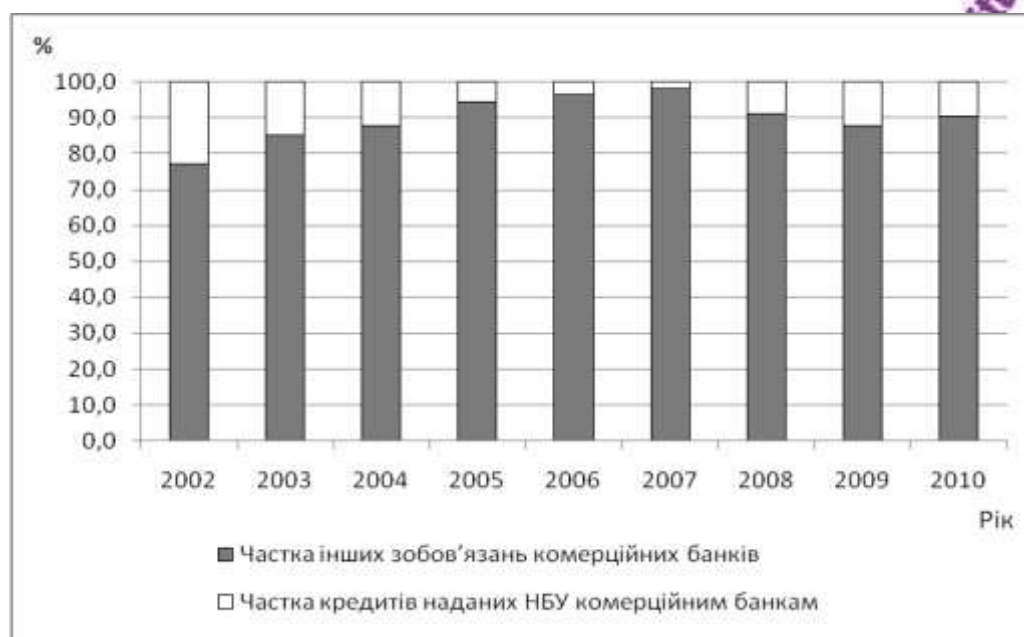


Рисунок 3.2 - Динаміка частки кредитів, наданих НБУ, в загальних зобов'язаннях комерційних банків протягом 2002-2010 рр.

Даний аналіз підтверджує вищеведене твердження про відсутність попиту комерційних банків на кредитні ресурси НБУ. Крім того, використання в Україні важелю облікової ставки обмежується неформованою інфраструктурою грошового ринку та після кризовим станом банківської системи.

Додатково до вище зазначеного, необхідно зауважити, що висока складність встановлення оптимального значення облікової ставки також пов'язана з проблемою прогнозування кількісних результатів від її дії в довгостроковому періоді. За умови інтернаціоналізації та глобалізації фінансових ринків виникає ситуація, коли фінансові потоки з економіки держави з низькими обліковими ставками переходять до фінансової системи країни, де застосовуються високі облікові ставки, в результаті чого виникають диспропорції у платіжному балансі країни.

Таким чином, базуючись на розглянутому теоретичному дослідженні облікової процентної ставки та аналізі її зміни в Україні, можна зазначити, що процес формалізації розрахунку оптимального значення даного параметру повинен враховувати невизначеність. Так, використання в даному випадку економіко-математичних моделей, які мають розв'язок в статичному випадку, є недопустимим, оскільки чітко визначити, в нашому випадку, початкові параметри задачі та знайти точну інформацію про них є неможливим. Складнощі полягають не тільки у врахуванні та кількісній оцінці всього комплексу параметрів, що впливають на облікову процентну ставку, але й тому, що необхідно брати до уваги факт динамічного розвитку економічної системи.

Отже, з метою визначення оптимального значення облікової процентної ставки запропоновано використовувати метод стохастичного програмування, економічна сутність якого ґрунтується на тому, що знаходячи оптимальне рішення, необхідно враховувати вплив випадкових факторів. Тобто в процесі визначення оптимального значення облікової ставки необхідно проводити ідентифікацію як керованих, так і не керованих чинників [61, 24].

Переходячи безпосередньо до проведення процесу формалізації визначення оптимального значення облікової ставки на основі стохастичного програмування, необхідно зазначити, що це буде одноетапна задача, яку пропонується провести шляхом зведення до детермінованої задачі опуклого програмування з лінійною цільовою функцією та квадратичними обмеженнями [27]:

$$\sum_{j=1}^n \bar{c}_j x_j \rightarrow \min, \quad (3.1)$$

при обмеженні:



$$\sum_{j=1}^n \bar{a}_{ij} x_j - \Phi^{-1}(\alpha_i) \left(\sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n v_{ijk} x_j x_k - 2 \sum_{j=1}^n v_{ij} x_j + \theta_i^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq \bar{b}_i \quad (3.2)$$

де x_j - j -й елемент випадкового вектора $X(\varpi)$ змінних управління, який визначається у задачах оперативного стохастичного програмування після деякого експерименту над станом природи ϖ , і залежить від результатів експерименту;

$\bar{c}_j, \bar{c}_j = M\{c_j\}$ - математичне сподівання j -го елемента кількісної характеристики складових цільової функції задачі стохастичного програмування (M - операція математичного сподівання);

$a_{ij}, a_{ij} \in N(\bar{a}_{ij}, \sigma_{ij}^2)$ - випадкова нормально розподілена величина з математичним сподіванням \bar{a}_{ij} та дисперсією σ_{ij}^2 , що описує відповідні складові обмежень поставленої задачі;

$\alpha_i, 0 \leq \alpha_i \leq 1$ - задана імовірність прийняття випадковими величинами, які дозволяють кількісно описати характеристики обмежень задачі стохастичного програмування, значень з визначеного діапазону. В рамках даної постановки задачі прийняте припущення $\alpha_i \geq 0.5$;

$$\Phi(\alpha_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\alpha_i} e^{-\frac{\xi^2}{2}} d\xi;$$

$$v_{ij} = M\{(b_i - \bar{b}_i)(a_{ij} - \bar{a}_{ij})\};$$

$$v_{ijk} = M\{(a_{ij} - \bar{a}_{ij})(a_{ik} - \bar{a}_{ik})\}$$

$b_i, b_i \in N(\bar{b}_i, \theta_i^2)$ - випадкова нормально розподілена величина з математичним сподіванням \bar{b}_i та дисперсією θ_i^2 , що описує відповідні складові обмежень поставленої задачі.

Використовуючи наведену вище загальну постановку задачі стохастичного програмування, розглянемо економічну сутність, послідовність етапів реалізації та конкретизацію науково-методичного

підходу до визначення оптимального значення облікової ставки на основі запропонованого інструментарію.

Так, *по-перше*, проведемо ідентифікацію параметрів, за допомогою яких можна здійснити формалізацію та кількісну оцінку цільової функції. В рамках визначення економічної сутності цільової функції задачі оптимізації значення облікової ставки та проведеного дослідження літературних джерел, присвячених методам та інструментам реалізації грошово-кредитної політики в Україні і управління процентною ставкою [157], необхідно відмітити вимоги та принципи Національного банку України щодо встановлення розміру облікової ставки:

- рівень облікової ставки має відповідати найнижчому значенню серед відсоткових ставок рефінансування;
- має виконуватись співвідношення між обліковою ставкою та рівнем інфляції на позитивному реальному рівні;
- облікова ставка виступає інструментом реалізації заходів Національного банку України в розрізі активної реалізації грошово-кредитної політики;
- рівень встановленої облікової ставки відображає у цифровому обчисленні соціально-економічну та соціально-політичну ситуацію в державі.

Поряд із вказаними аспектами, необхідно зазначити, що встановлення облікової ставки Національного банку України проводиться на основі використання «правила Тейлора» та його модифікацій. Сутність даного підходу до проведення кількісної оцінки рівня облікової ставки полягає у формуванні методик розрахунку, які враховують такі найважливіші чинники, як рівень інфляції та темп зміни валового внутрішнього продукту. Так, одним з поширених підходів до визначення облікової ставки виступає методика Європейського Союзу, підкріплена світовою практикою застосування. Відповідно, математична формалізація розрахунку облікової

ставки Європейського центрального банку приймає вигляд наступної формули:

$$C_{\Pi} = C_0 + 1,5P_i - 0,5T, \quad (3.3)$$

Де C_{Π} – розрахунковий рівень облікової ставки, %;

C_0 – базовий (початковий) рівень облікової ставки, %;

P_i – рівень інфляції, %;

T – темп скорочення внутрішнього валового продукту, %.

Паралельно із розглянутою вище методикою розрахунку облікової ставки, яка враховує особливості формування відсоткової ставки центральними банками країн Європи, більш адаптованою до українського законодавства виступає наступна методика, рекомендована Національним банком України:

$$O_c = B_c + K \cdot P_{\Pi(\phi)} - 0,5ВВП, \quad (3.4)$$

де O_c – облікова ставка;

B_c – базова відсоткова ставка;

K – коефіцієнт приросту облікової ставки на 1% зростання інфляції (1,0 – 1,5), який встановлюється залежно від інфляційних очікувань і тенденцій розвитку грошово-кредитного ринку;

P_{Π} – прогностичний рівень інфляції, який визначається шляхом розрахунку співвідношення індексу споживчих цін у грудні поточного року та індексу споживчих цін у грудні попереднього року;

P_{ϕ} – фактичний рівень інфляції в річному обчисленні;

$ВВП$ – зниження темпів реального ВВП.

Виходячи із зазначених вище особливостей та розглянутих методик формування облікової ставки, зазначимо, що в рамках постановки задачі

стохастичного програмування пропонується цільову функцію інтерпретувати як задачу на знаходження мінімального значення встановлених ставок рефінансування. Крім того, параметрами оптимізації значення облікової ставки (цільової функції – математичного співвідношення ставки рефінансування) виступають фактичний та прогнозний рівень інфляції, а також темп зміни внутрішнього валового продукту.

Отже, для проведення кількісної формалізації цільової функції задачі стохастичного програмування пропонується проведення оптимізації значення облікової ставки та вводиться ряд наступних позначень:

x_j - значення в оптимальному плані змінних управління задачі, зокрема:

x_1 - фактичний рівень інфляції,

x_2 - прогнозний рівень інфляції,

x_3 - темп скорочення внутрішнього валового продукту;

c_j - кількісні характеристики складових змінних управління, які використовуються в цільовій функції мінімізації облікової ставки, зокрема:

c_1 - параметр впливу значення фактичного рівня інфляції на оптимальне значення облікової ставки;

c_2 - параметр, який визначає, на скільки відсотків збільшиться або зменшиться значення облікової ставки при зміні прогнозного рівня інфляції,

c_3 - параметр збільшення або зменшення значення темпу скорочення внутрішнього валового продукту на мінімальне значення облікової ставки.

Враховуючи введені вище позначення, запишемо математичну модель цільової функції задачі визначення оптимального значення облікової ставки на основі стохастичного програмування:

$$\min M \left\{ \sum_{j=1}^3 c_j x_j \right\}, \quad (3.5)$$

Виходячи з введеного припущення, яке передбачає зведення даної задачі до детермінованої задачі опуклого програмування з лінійною цільовою функцією та квадратичними обмеженнями, зазначимо, що у випадку прийняття функцією мети нелінійного вигляду проводиться її штучне зведення до лінійного шляхом лінеаризації відповідного математичного співвідношення опису результативної ознаки.

Другим етапом впровадження науково-методичного підходу до визначення оптимального значення облікової ставки виступає *формалізація обмежень*. Виходячи з того, що встановлення рівня облікової ставки Національним банком України залежить від зміни монетарних та макроекономічних параметрів, то в якості обмежень економіко-математичної моделі можна застосувати наступні з них:

- відсоткова ставка за кредитами;
- відсоткова ставка за депозитами;
- відсоткова ставка на міжбанківському ринку (середньозважене значення за кредитними та депозитними операціями);
- обсяг грошової маси в обігу;
- швидкість обертання грошової маси;
- рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США;
- вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків.

З метою визначення загальних закономірностей розвитку вищенаведених параметрів проведемо аналіз їх кількісних значень протягом 2002-2010рр. (табл. 3.1).

На основі даних, наведених в табл. 3.1, можна зазначити, що значення відсоткових ставок (кредитної, депозитної та на міжбанківському ринку) протягом аналізованого періоду змінювалось нерівномірно, і в своїй більшості залежало від зростання або кризових явищ в банківській системі України. Так, зменшення кредитної ставки з 2002 р. до 2007 р. на 7% обумовлено сприятливою кон'юктурою грошового ринку та

нарощенням банками, за рахунок зниження проценту, власного кредитного портфеля. Відсоткові ставки за депозитами та на міжбанківському ринку протягом аналізованого періоду змінювались циклічно, але дані коливання не перевищували 3%. В 2008 р. відбувалось стрімке зростання всіх значень аналізованих процентних ставок, що було пов'язано з реакцією комерційних банків на кризу ліквідності. В післякризовий період 2010 р. прослідковується зниження рівня як відсоткових ставок за кредитами та депозитами, так і середньозваженого значення відсоткової ставки на міжбанківському ринку. Дана тенденція обумовлена впливом негативних наслідків фінансової кризи на банківську систему України і, відповідно, новою політикою банківських установ відносно розміщення і залучення коштів.

Таблиця 3.1 - Кількісні значення обмежень економіко-математичної моделі визначення оптимального значення облікової ставки

Рік	Відсоткова ставка за кредитами, %	Відсоткова ставка за депозитами, %	Відсоткова ставка на міжбанківському ринку (середньозважене значення за кредитними та депозитними операціями), %	Обсяг грошової маси в обігу, млн. грн.	Швидкість обертання грошової маси	Рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США, грн.	Вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків, млн. грн.
2002	20,8	7,4	4,7	30808,0	4,1	532,7	3320,0
2003	17,5	6,8	5,8	40089,4	3,3	533,3	4934,0
2004	15,2	7,4	3,8	53763,2	3,1	531,9	5719,0
2005	14,6	8,0	4,5	82759,7	2,8	512,5	8035,0
2006	14,1	6,8	5,0	97214,2	2,4	505,0	9548,0
2007	13,5	7,2	4,7	141901,1	2,2	505,0	15199,8
2008	16,0	8,3	10,6	186670,9	2,2	770,0	28134,0
2009	18,3	11,8	9,6	194965,3	2,0	798,5	30085,9
2010	14,6	9,4	2,7	225691,8	2,0	796,2	68925,5

Досліджуючи динаміку обсягу грошової маси в обігу та швидкості її обертання протягом 2002-2010 рр. доцільно зауважити, що зростання грошової маси протягом даного періоду в 7 разів з паралельним зменшенням швидкості її обігу в 2 рази, в більшій мірі, свідчить про використання монетарної політики держави з метою покриття дефіциту бюджету, а не для задоволення зростаючого рівня товарного обороту в Україні.

Розглядаючи параметр, який характеризує рівень використання банківськими установами інструментів ринку цінних паперів, можна сказати, що протягом дев'яти років вартість цінних паперів в структурі активів комерційних банків має стійку тенденцію до збільшення та за 2002-2010 рр. значення даного показника зросло на 65605,5 млн. грн. і досягло в 2010 р. значення 68925,5 млн. грн.

Зміни, пов'язані з динамікою валютного курсу гривні відносно долара США, що спостерігались в 2008 р., як і у випадку з відсотковими ставками, обумовлені наслідками фінансово-економічної кризи. Так, за період з вересня до грудня 2008 року гривня знецінилася з 5,05 до 7,70 грн. за долар США, або на 52,5%. Найбільш складна ситуація щодо неспівпадіння попиту та пропозиції на іноземну валюту виникла на міжбанківському валютному ринку у жовтні та листопаді 2008 року, що, у свою чергу, відобразилося у значних темпах девальвації гривні, а саме на 18,5% та 17,04% відповідно. Посилення негативного впливу на стабільність валютного курсу було також пов'язано зі зростанням внутрішнього попиту на іноземну валюту з боку фізичних та юридичних осіб та обмеженням доступу українських банків до зовнішніх джерел валютних запозичень.

Виходячи з вищенаведеного аналізу, для проведення кількісної формалізації системи обмежень задачі стохастичного програмування пропонується ввести наступні параметри, кожен з яких визначає економічну сутність одного з обмежень загальної системи: відсоткова ставка за кредитами; відсоткова ставка за депозитами; відсоткова ставка на

міжбанківському ринку; обсяг грошової маси в обігу; швидкість обертання грошової маси; рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США; вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків.

Кількісні характеристики зазначених параметрів є випадковими величинами, рівномірно розподіленими в інтервалі $[a_{ij}, b_{ij}]$, і опосередковано визначають значення змінних управління (фактичного та прогнозного рівнів інфляції, темпу скорочення внутрішнього валового продукту) формування відповідного рівня ставки рефінансування. З метою наочної інтерпретації зазначених співвідношень представимо їх у вигляді таблиці 3.2.

Таблиця 3.2 - Інтервальні межі параметрів формування системи обмежень задачі визначення оптимального значення облікової ставки

Параметри формування системи обмежень задачі, i	Змінна управління рівнем ставки рефінансування, j					
	Фактичний рівень інфляції, $j=1$		Прогнозний рівень інфляції, $j=2$		Темп скорочення внутрішнього валового продукту, $j=3$	
	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}
Відсоткова ставка за кредитами	a_{11}	b_{11}	a_{12}	b_{12}	a_{13}	b_{13}
Відсоткова ставка за депозитами	a_{21}	b_{21}	...	...	...	...
Відсоткова ставка на міжбанківському ринку	a_{31}	b_{31}	...	...	...	...
Обсяг грошової маси в обігу	a_{41}	b_{41}	...	...	...	...
Швидкість обертання грошової маси	a_{51}	b_{51}	...	...	...	...
Рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США	a_{61}	b_{61}	...	...	...	...
Вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків	a_{71}	b_{71}	...	...	...	...

Паралельно із визначеними вище особливостями формування системи обмежень задачі визначення оптимального значення облікової ставки на основі стохастичного програмування, необхідно також зазначити, що в розрізі виділених семи параметрів формування системи обмежень задачі висуваються певні вимоги, встановлені відповідними державними органами регулювання і контролю з метою підтримки стабільного функціонування держави в цілому. Позначимо дані вимоги обсягами на рівні b_1, b_2, \dots, b_7 .

Формалізація як змінних управління, так і параметрів формування системи обмежень задачі оптимізації рівня облікової ставки надає можливість провести математичну інтерпретацію співвідношень системи обмежень в наступному вигляді:

$$P\left\{\sum_{i=1}^7 m_{ij}x_j \geq b_i\right\} \geq \alpha \quad (3.6)$$

де m_{ij} - очікуване значення відповідного параметру формування системи обмежень задачі;

P - імовірність отримати те чи інше значення кількісної характеристики параметрів формування системи обмежень задачі;

$\alpha, 0 \leq \alpha \leq 1$ - задана імовірність прийняття випадковими величинами, які дозволяють кількісно описати характеристики обмежень задачі стохастичного програмування, значень з визначеного діапазону. В рамках даної постановки задачі прийняте припущення $\alpha_i \geq 0.5$.

Оскільки визначення оптимального значення облікової ставки на основі одноетапної задачі стохастичного програмування пропонується провести шляхом зведення даної задачі до детермінованої задачі опуклого програмування з лінійною цільовою функцією та квадратичними обмеженнями, тому *третьім етапом* реалізації науково-методичного підходу виступає саме складення детермінованого еквіваленту задачі (3.5), (3.6). Оскільки число елементів $m_{ij}x_j$ системи обмежень дорівнює семи, то

відповідна сума $\sum_{i=1}^7 m_{ij} x_j$ розподілена нормально з середнім $\sum_{i=1}^7 \mu_{ij} x_j$ і дисперсією $\sum_{i=1}^7 \sigma^2_{ij} x_j^2$. Використовуючи введені позначення запишемо детермінований еквівалент задачі оптимізації рівня облікової ставки:

$$\begin{aligned} \min M \left\{ \sum_{j=1}^3 c_j x_j \right\}, \\ \sum_{i=1}^7 \mu_{ij} x_j - \Phi^{-1}(\alpha) \left(\sum_{i=1}^7 \sigma^2_{ij} x_j^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq b_i, i = 1 \dots 3, \\ \sigma^2_{ij} = \frac{(b_{ij} - a_{ij})^2}{12}, \mu_{ij} = \frac{(b_{ij} + a_{ij})}{2} \end{aligned} \quad (3.7)$$

Підставляючи значення таблиці 3.2, в розширеному вигляді постановку задачі визначення оптимального значення облікової ставки як мінімального значення ставок рефінансування на задачі стохастичного програмування можна записати наступним чином:

$$\begin{aligned} \min(c_1 x_1 + c_2 x_2 + c_3 x_3), \\ \frac{a_{11} + b_{11}}{2} x_1 + \frac{a_{12} + b_{12}}{2} x_2 + \frac{a_{13} + b_{13}}{2} x_3 - \\ - \Phi^{-1}(\alpha) \left(\frac{(b_{11} - a_{11})^2}{12} x_1^2 + \frac{(b_{12} - a_{12})^2}{12} x_2^2 + \frac{(b_{13} - a_{13})^2}{12} x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq b_1 \\ \frac{a_{21} + b_{21}}{2} x_1 + \frac{a_{22} + b_{22}}{2} x_2 + \frac{a_{23} + b_{23}}{2} x_3 - \\ - \Phi^{-1}(\alpha) \left(\frac{(b_{21} - a_{21})^2}{12} x_1^2 + \frac{(b_{22} - a_{22})^2}{12} x_2^2 + \frac{(b_{23} - a_{23})^2}{12} x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq b_2 \\ \frac{a_{31} + b_{31}}{2} x_1 + \frac{a_{32} + b_{32}}{2} x_2 + \frac{a_{33} + b_{33}}{2} x_3 - \\ - \Phi^{-1}(\alpha) \left(\frac{(b_{31} - a_{31})^2}{12} x_1^2 + \frac{(b_{32} - a_{32})^2}{12} x_2^2 + \frac{(b_{33} - a_{33})^2}{12} x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq b_3 \end{aligned} \quad (3.8)$$

$$\frac{a_{71} + b_{71}}{2} x_1 + \frac{a_{72} + b_{72}}{2} x_2 + \frac{a_{73} + b_{73}}{2} x_3 -$$

$$- \Phi^{-1}(\alpha) \left(\frac{(b_{71} - a_{71})^2}{12} x_1^2 + \frac{(b_{72} - a_{72})^2}{12} x_2^2 + \frac{(b_{73} - a_{73})^2}{12} x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq b_3$$

Таким чином, розробка науково-методичного підходу до визначення оптимального значення облікової ставки на основі стохастичного програмування дає можливість акцентувати увагу на таких аспектах її побудови та подальшого використання в процесі управління фінансовою, та зокрема грошово-кредитною, політикою держави:

- формалізувати підхід до кількісного визначення облікової ставки, як мінімального значення з множини визначених НБУ за різними методиками ставок рефінансування;
- надати чітке визначення врахуванню факту випадковості при описі параметрів характеристики облікової ставки шляхом застосування інструментарію стохастичного програмування;
- сформувати інформаційну базу прийняття органами державної влади адекватних та своєчасних управлінських рішень відносно стимулювання економічного розвитку держави.

3.2 Застосування економіко-математичного моделювання при формуванні ставки рефінансування Національного банку України

Процес розробки підходу до визначення оптимального значення облікової ставки (підрозділ 3.1) зумовив необхідність детального дослідження та проведення моделювання динаміки ставки рефінансування. Дана ситуація обумовлена тим, що з усіх ставок, які належать до ставки рефінансування, а саме: ставки за кредитами, наданими шляхом проведення

тендера; ставки за кредитами овернайт; ставки за операціями репо; ставки за кредитами, наданими для підтримання довгострокової ліквідності банків; ставки за стабілізаційними кредитами; ставки за операції своп; ставки за кредити з метою рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ; ставки за іншим кредити та ставки за кредитами, наданими для фінансування чемпіонату Європи 2012, саме облікова ставка є найнижчою. Зазначена особливість облікової ставки зумовлює актуальність формалізації процесу формування ставки рефінансування з метою її подальшого використання, як цільової функції.

Виходячи з того, що ставка рефінансування являє собою складну динамічну систему, тобто виступає, з одного боку, функцією від часового проміжку, а з іншого боку, – багатофакторною залежністю, що формується під впливом темпу зміни внутрішнього валового продукту та фактичного і прогнозного рівня інфляції, пропонується провести формалізацію даної економічної категорії у вигляді наступного співвідношення:

$$y(t) = f(x_1) + f(x_2) + f(x_3), \quad (3.9)$$

де $y(t)$ - ставка рефінансування, яка визначається як функція залежності від часу;

x_1 - фактичний рівень інфляції,

x_2 - темп зміни внутрішнього валового продукту;

x_3 - прогнозний рівень інфляції,

$f()$ - функціональна залежність.

Формалізація наведеної функціональної залежності кількісної характеристики ставки рефінансування вимагає проведення чіткої ідентифікації виду тих функцій, які виступають складовими її формування як в розрізі аналізу зміни часового діапазону ставки рефінансування ($y(t)$), так і в межах параметрів її визначення. Основою досягнення поставленої

мети є побудова інформаційної бази, яка містить статистичні дані щодо динаміки змін ставки рефінансування, реального ВВП та річного рівня інфляції. Результати проведеного агрегування даних представимо в таблиці 3.3.

Проводячи аналіз даних, наведених в таблиці 3.3, по-перше, акцентуємо увагу на дослідженні закономірностей і виявленні тенденцій формування динамічного ряду *ставки рефінансування* (середньозваженої ставки за всіма інструментами). Здійснення розробок в даному напрямку обумовлено необхідністю визначення складових динамічного ряду, що в подальшому надасть можливість ідентифікувати функціональні залежності, за допомогою яких можна кількісно описати вплив на ставку рефінансування значень реального ВВП та річного (фактичного і прогнозного) рівня інфляції. Крім того, виявлені регресійні залежності можуть виступити підґрунтям прогнозування основних показників здійснення грошово-кредитної політики Національним банком України та реалізації оперативних корегувальних дій.

Таблиця 3.3 - Динаміка змін ставки рефінансування, реального ВВП та річного рівня інфляції

Рік	Ставка рефінансування (середньозважена ставка за всіма інструментами), %	Реальний ВВП, млн. грн.	Річний рівень інфляції, %
1	2	3	4
1996	51,80	81519,00	139,70
1997	25,20	93365,00	110,10
1998	52,70	102593,00	120,00
1999	43,98	130442,00	119,20
2000	29,60	170070,00	125,80
2001	20,20	204190,00	106,10
2002	9,20	225810,00	99,40
2003	8,00	264165,00	108,20
2004	16,10	344822,00	112,30
2005	14,70	441452,00	110,30
2006	11,53	544153,00	111,60
2007	10,10	720731,00	116,60
2008	15,30	948056,00	122,30
2009	16,70	913345,00	112,30
2010	11,60	1094607,00	109,10

Отже, проведемо статистичний аналіз залежності ставки рефінансування від часового інтервалу на основі даних графі 2 таблиці 3.3. Результати розрахунків представимо у вигляді таблиці 3.4

На основі аналізу різних можливих комбінацій кількісного опису складових динамічного ряду ставки рефінансування було виявлено, що найвищий рівень адекватності реальним даним отримала комбінація функцій залежності від часу, наведених у графі 1 таблиці 3.4

Таблиця 3.4 - Результати проведення статистичного аналізу залежності ставки рефінансування від часового інтервалу

	Коефіцієнт и	Стандартна похибка	t- статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y- перетин	-367,09	87,27	-4,21	-568,34	-165,83
cos(t)	-10,30	2,41	4,28	-15,86	-4,75
ln(t)	526,25	102,76	5,12	289,29	763,21
t	-132,99	23,86	-5,57	-188,02	-77,96
1/t	552,49	111,45	4,96	295,48	809,50
t ²	4,36	0,76	5,75	2,61	6,11
e ^t	-0,00002	0,00	-4,96	0,00	0,00

Підтвердженням високого ступеня достовірності отриманої декомпозиції динамічного ряду ставки рефінансування виступають: значення коефіцієнта детермінації на рівні 0,94; значне перевищення фактичного критерію Фішера (21,47) над критичним (5,71). Отже, на основі виявлених функціональних залежностей пропонується представити у загальному випадку функцію впливу часового параметру на середньозважену ставку за всіма інструментами у вигляді наступної формули:

$$y(t) = a_1 + a_2 \cos(t) + a_3 \ln(t) + a_4 t + a_5 \frac{1}{t} + a_6 t^2 + a_7 e^t, \quad (3.10)$$

де $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6, a_7$ - константи.

Застосовуючи метод найменших квадратів для розрахунку кількісних значень констант, які використовуються у формулі (3.10), (на основі статистичних даних за період з 1996 по 2010 роки) запишемо регресійне рівняння, виходячи з отриманих обчислень (графа 2 таблиці 3.3):

$$y(t) = -367.09 - 10.30 \cos(t) + 526.25 \ln(t) - 132.99t + 552.49 \frac{1}{t} + 4.36t^2 - 0.00002e^t, \quad (3.11)$$

Нелінійна регресійна залежність ставки рефінансування від часу, представлена рівнянням (3.11), надає можливість досить чітко описати як загальну тенденцію, так і коливальні аспекти зміни даної економічної категорії в часі. Доцільність застосування саме виявленої комбінації нелінійних функцій з метою кількісної характеристики середньозваженої ставки за всіма інструментами обумовлена як отриманими статистично значимими параметрами даного рівняння (фактичні значення критерію Стюдента перевищують допустимі, про що свідчать дані графі 4 таблиці 3.4, а також відмінні від нуля інтервали можливих значень параметрів – графі 5 і 6 таблиці 3.4), так і наближенням графіків реальних і прогнозних значень, відображеним на рисунку 3.3.



Рисунок 3.3 - Співставлення фактичних та прогнозних значень динамічного ряду ставки рефінансування

Графік, який описує прогнозні значення ставки рефінансування, отримані за допомогою визначеної нелінійної регресійної залежності (формула 3.11), не тільки повторює загальну тенденцію розвитку реальних показників ставки рефінансування в Україні протягом 1996-2010 рр., але й максимально наближений до їх значень. Незначне відхилення прогнозних показників ставки рефінансування прослідковується тільки в 1998 р. та 2009 р.

Проводячи аналіз динаміки ставки рефінансування (середньозваженої за всіма інструментами) протягом 1996-2010 рр. в Україні, необхідно зазначити, що з 1996 р. по 1998 р. відбувались аномальні зміни даного показника обумовлені економічною кризою в державі та початковою стадією формування грошово-фінансової системи України. Починаючи з 1999 р. відбувається поступальне зменшення рівня ставки рефінансування до 2003 р., що обумовлено діями НБУ відносно стимулювання розвитку економіки України за рахунок здешевлення кредитних ресурсів та жорсткою політикою в монетарній сфері. Так, протягом даного періоду прослідковується зменшення не тільки облікової ставки з 47% до 7%, а й відсоткових ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (з 16,5% до 8,3%); за кредитами овернайт (з 20,4% до 8,0%) та за операціями репо (з 20,4% до 8%).

Протягом наступного періоду 2004-2010 рр. зміна ставки рефінансування (середньозваженої за всіма інструментами) знаходилась в проміжку від 10% до 17%, відповідно досягнувши свого найменшого значення в до кризовий період 2007 р. – 11,1%, а максимального в 2009 р. – 16,7%.

Оскільки в даному дослідження запропоновано провести ідентифікацію залежності ставки рефінансування від трьох основних змінних (реального ВВП та фактичного і прогнозного річного рівня інфляції), абстрагуючись при цьому від інших параметрів, то наступним кроком застосування економетричного моделювання динаміки до

формування розглянутої економічної категорії виступає розрахунок значень саме прогнозного річного рівня інфляції. Основою визначення аналітичного співвідношення для проведення прогнозування виступають дані графі 4 таблиці 3.3, а також функції, які були використані при формалізації залежності ставки рефінансування від часу (графа 1 таблиці 3.4). Так, застосовуючи інструментарій MS Excel «Аналіз даних – Регресія», отримуємо наступні результати (див. таблиця 3.5).

Таблиця 3.5 - Результати проведення статистичного аналізу залежності річного рівня інфляції від часу

№	Види функцій	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
	1						2	3	4	5	6
1	Y-перетин	-49,10	93,63	-0,52	-265,02	166,82
2	$\ln(t)$	200,08	112,24	1,78	-58,74	458,91
3	t	-49,74	26,37	-1,89	-110,54	11,07
4	$1/t$	240,21	119,10	2,02	-34,43	514,85
5	t^2	1,70	0,84	2,03	-0,23	3,64
6	e^t	-0,00001	0,00	-1,99	0,00	0,00
7	$\sin(t)$	-4,49	2,61	-1,72	-10,51	1,54

На основі аналізу даних, наведених в таблиці 3.5, необхідно відмітити наступні аспекти в розрізі формалізації залежності річного рівня інфляції від часу:

- 1) для формування аналітичного співвідношення пропонується використати комбінацію функцій, наведених у графі 1, таблиці 3.5, а саме логарифмічну залежність (рядок 2, таблиці 3.5); прямо (рядок 3, таблиці 3.5) та обернену (рядок 4, таблиці 3.5) залежність від часу; квадратичну (рядок 5, таблиці 3.5); експоненціальну залежності (рядок 6, таблиці 3.5) та функцію синусу (рядок 7, таблиці 3.5):

$$f_1(t) = b_1 + b_2 \ln(t) + b_3 t + b_4 \frac{1}{t} + b_5 t^2 + b_6 e^t + b_7 \sin(t), \quad (3.12)$$

де $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7$ - константи.

- 2) параметри визначеної аналітичної залежності (формула 3.12) в розрізі тенденцій річного рівня інфляції за період з 1996 по 2010 рр. приймають значення, наведені у графі 2 таблиці 3.5, надаючи можливість описати прогнозне рівняння регресії в наступному вигляді:

$$f_1(t) = -49.10 + 200.08 \ln(t) - 49.74t + 240.21 \frac{1}{t} + 1.70t^2 - 0.00001e^t - 4.49 \sin(t), \quad (3.13)$$

- 3) отримане рівняння є адекватним реальній тенденції зміни показника річного рівня інфляції, про що свідчить отримане значення коефіцієнта детермінації на рівні 0,77 та досить високе значення критерію Фішера – 4,41;
- 4) отримані коефіцієнти рівняння (3.13) є статистично значимими, оскільки фактичні значення критерію Стюдента перевищують критичні.
- 5) визначені на основі рівняння (3.13) прогнозовані кількісні значення рівня інфляції повторюють існуючу тенденцію даного показника в розрізі реальних даних (рис. 3.4)

Таким чином, використовуючи побудоване аналітичне рівняння (3.13) для розрахунку прогнозних значень річного рівня інфляції, отримаємо динамічний ряд, наведений на рисунку 3.4 – прогнозний рівень інфляції. Співставлення даних наведених на рис. 3.4 надає можливість стверджувати, що протягом 1997-2010 рр. річний рівень інфляції мав тенденцію до циклічних коливань. Так, прослідковуються три пікові періоди, для яких характерні найбільші значення річного рівня інфляції: 2000 р. – 25,8%; 2004

р. – 12,3% та 2008 – 22,3%, і якщо для 2000 р. та 2008 р. високий рівень досліджуваного показника пов'язаний з економічною нестабільністю в Україні, то в 2004 р. значення інфляції в розмірі 12,3% обумовлено політичними факторами.

Високий темп зменшення рівня інфляції в 2001 р. та дефляційні процеси в 2002 р. не були пов'язані з грошово-кредитною політикою НБУ та показниками внутрішнього ринку. Основною причиною дефляції стало зниження цін на продукти харчування в результаті зростання обсягу їх виробництва та відсутністю платоспроможного попиту з боку населення держави. В свою чергу, зменшення темпів інфляції в 2009-2010 рр. пов'язані з дією уряду та Національного банку України в грошово-кредитній сфері держави. Крім того, зменшення даного показника після фінансово-економічної кризи 2007-2008 рр., виступає для державних органів влади, як індикатор успішної боротьби з її наслідками.

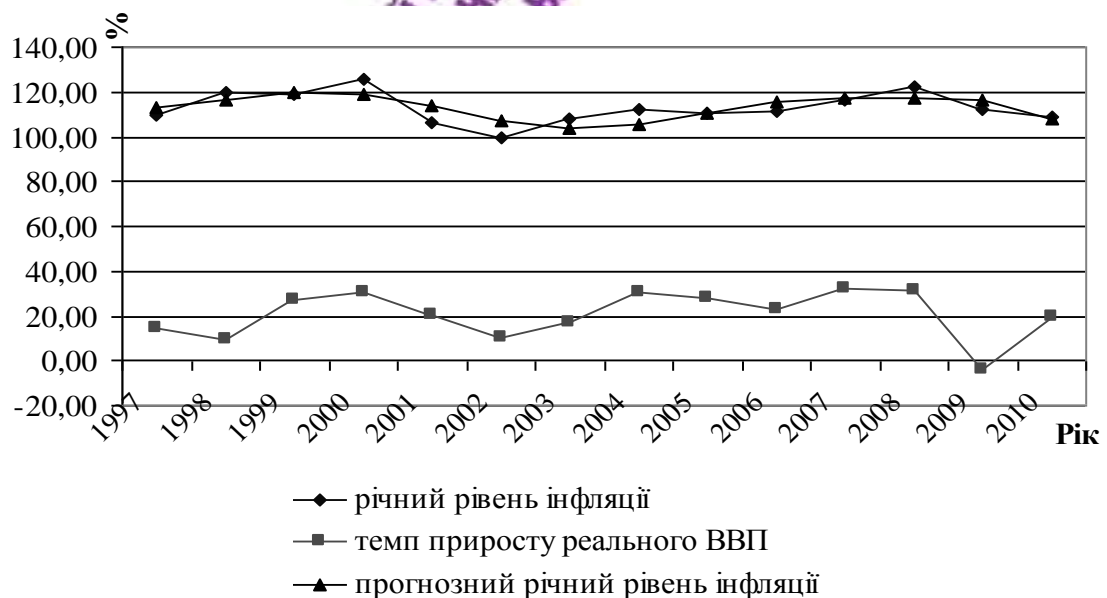


Рисунок 3.4 - Співставлення фактичних та прогнозних значень динамічних рядів річного рівня інфляції та темпу приросту реального ВВП

Досліджуючи зміни темпу приросту реального ВВП в Україні, можна дійти висновку, що зростання абсолютного значення реального ВВП до 2009 р. зумовило і додатні темпи приросту даного показника. Так, темп приросту реального ВВП в 2009 р. зменшився порівняно до 2008 р. на 3,66%. Продовжуючи аналіз тенденції зміни реального ВВП в Україні, необхідно зазначити, що найбільшого зростання даний показник зазнав в 2000 р., 2004 р. та 2007-2008 рр., про що свідчить значення темпу приросту на рівні вище, ніж 30%.

Логічним продовженням аналізу, а в подальшому – і здійснення економетричного моделювання (після ідентифікації виду нелінійних функцій формування динамічного ряду ставки рефінансування та розрахунку прогнозних значень річного рівня інфляції), виступає реалізація третього етапу дослідження, що полягає у визначенні залежності ставки рефінансування від річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції.

При цьому в якості результативної ознаки ($y(x_1, x_2, x_3)$ - графа 2 таблиці 3.6) розглянемо ставку рефінансування (середньозважену ставку за всіма інструментами), а факторними ознаками: x_1 - річний рівень інфляції (графа 3 таблиці 3.6), x_2 - темп приросту реального ВВП (графа 4 таблиці 3.6), x_3 - прогнозний річний рівень інфляції (графа 5 таблиці 3.6).

Застосування інструментарію статистичного аналізу наведених в таблиці 3.6 даних, а також методу найменших квадратів надає можливість побудувати багатофакторне регресійне рівняння залежності ставки рефінансування від річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції. При цьому для спрощення побудови регресійного рівняння було прийняте припущення оброти в якості факторних ознак не самі змінні x_1, x_2, x_3 , а їх функціональні залежності, наведені у графі 1 таблиці 3.7, а саме:

Таблиця 3.6 - Вхідні дані для визначення залежності ставки рефінансування від річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції

Рік	Ставка рефінансування (середньозважена ставка за всіма інструментами)	Річний рівень інфляції	Темп приросту реального ВВП	Прогнозний річний рівень інфляції
A	1	2	3	4
1997	25,20	110,10	14,53	112,96
1998	52,70	120,00	9,88	116,28
1999	43,98	119,20	27,15	120,03
2000	29,60	125,80	30,38	119,17
2001	20,20	106,10	20,06	113,60
2002	9,20	99,40	10,59	106,93
2003	8,00	108,20	16,99	103,66
2004	16,10	112,30	30,53	105,65
2005	14,70	110,30	28,02	110,84
2006	11,53	111,60	23,26	115,41
2007	10,10	116,60	32,45	117,27
2008	15,30	122,30	31,54	117,32
2009	16,70	112,30	-3,66	116,40
2010	11,60	109,10	19,85	108,18

- для річного рівня інфляції – логарифмічну та пряму залежності;

$$f(x_1) = c_1 + c_2 \ln(x_1) + c_3 x_1, \quad (3.14)$$

де c_1, c_2, c_3 - константи.

- для темпу приросту реального ВВП – косинусоїду, логарифмічну, пряму та обернену залежності;

$$f(x_2) = c_{12} + c_4 \cos(x_2) + c_5 \ln(x_2) + c_6 x_2 + c_7 \frac{1}{x_2}, \quad (3.15)$$

де $c_{12}, c_4, c_5, c_6, c_7$ - константи.

- для прогнозного річного рівня інфляції – косинусоїду.

$$f(x_3) = c_{13} + c_8 \cos(x_3), \quad (3.16)$$

де c_{13}, c_8 - константи.

Вибір зазначеної комбінації взаємозв'язків між результативною і факторними ознаками обумовлений найкращими для даного випадку коефіцієнтом детермінації на рівні 0,94 та значенням критерію Фішера 11,28 одиниць.

Таблиця 3.7 - Результати проведення статистичного аналізу залежності ставки рефінансування від річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	-10659,87	3622,76	-2,94	-19972,47	-1347,26
$\ln(x_1)$	2257,26	906,83	2,49	-73,83	4588,34
x_1	-18,26	8,04	-2,27	-38,94	2,42
$\cos(x_2)$	-5,08	3,46	-1,47	-13,96	3,80
$\ln(x_2)$	704,71	312,02	2,26	-97,37	1506,79
x_2	-18,19	8,17	-2,23	-39,19	2,80
$1/x_2$	6588,22	2756,66	2,39	-497,99	13674,42
$\cos(x_3)$	9,37	2,36	3,96	3,29	15,45

Отже, враховуючи той факт, що аналітичне співвідношення, яке дозволяє кількісно описати ставку рефінансування, виступає багатofакторним регресійним рівнянням залежності від трьох змінних, з метою його формалізації розглядається комбінація із суми зазначених формул (3.14) – (3.16), що приймає наступний вигляд:

$$y(x_1, x_2, x_3) = c_1 + c_2 \ln(x_1) + c_3 x_1 + c_4 \cos(x_2) + c_5 \ln(x_2) + c_6 x_2 + c_7 \frac{1}{x_2} + c_8 \cos(x_3), \quad (3.17)$$

де $c_1 = c_{11} + c_{12} + c_{13}$.

Адаптація отриманого багатофакторного регресійного рівняння (3.17) в загальному вигляді до фактичних даних за період з 1996 по 2010 роки набуває практичного значення при прийнятті управлінських рішень Національним банком України в розрізі реалізації обґрунтованої грошово-кредитної політики і приймає вигляд наступної формули:

$$y(x_1, x_2, x_3) = -10659.87 + 2257.26 \ln(x_1) - 18.26x_1 - 5.08 \cos(x_2) + 704.71 \ln(x_2) - 18.19x_2 + 6588.22 \frac{1}{x_2} + 9.37 \cos(x_3) \quad (3.18)$$

Аналіз як безпосередньо отриманого регресійного рівняння (3.18) в цілому, так і коефіцієнтів при відповідних змінних зокрема, надає можливість зробити наступні висновки:

- підтверджується неможливість виникнення ситуації, коли одночасно річний рівень інфляції та темп приросту ВВП набувають нульових значень, оскільки при рівності нулю значень змінних результативна ознака (ставка рефінансування) набуває значення $-10659,87\%$, що є неможливим в реальних умовах функціонування та не має економічного змісту;
- збільшення річного рівня інфляції супроводжується відповідним збільшенням значення ставки рефінансування і навпаки, про що свідчить виявлена залежність, зображена на рисунку 3.5. При цьому темп зміни ставки рефінансування на $0,00195\%$ менше, ніж темп зміни річного рівня інфляції. Підтвердженням даного факту виступає також вплив зміни прогнозного рівня інфляції на результативну ознаку;
- зростання темпу приросту ВВП призводить до зменшення ставки рефінансування і навпаки, причому темпи зміни результативної ознаки менші за темпи зміни факторної на $0,06202\%$. Наочним відображенням виявленої залежності виступає побудова рисунку

3.6, який характеризує умовну зміну ставки рефінансування при зміні темпу приросту ВВП за розглянутий період часу.

Проводячи аналіз ставки рефінансування, актуальним питанням виступає не лише визначення найменшого значення даного показника для ідентифікації оптимального рівня облікової ставки, але й розрахунок тих ставок, які безпосередньо використовуються для проведення операцій в розрізі реалізації різних напрямків грошово-кредитної політики держави.

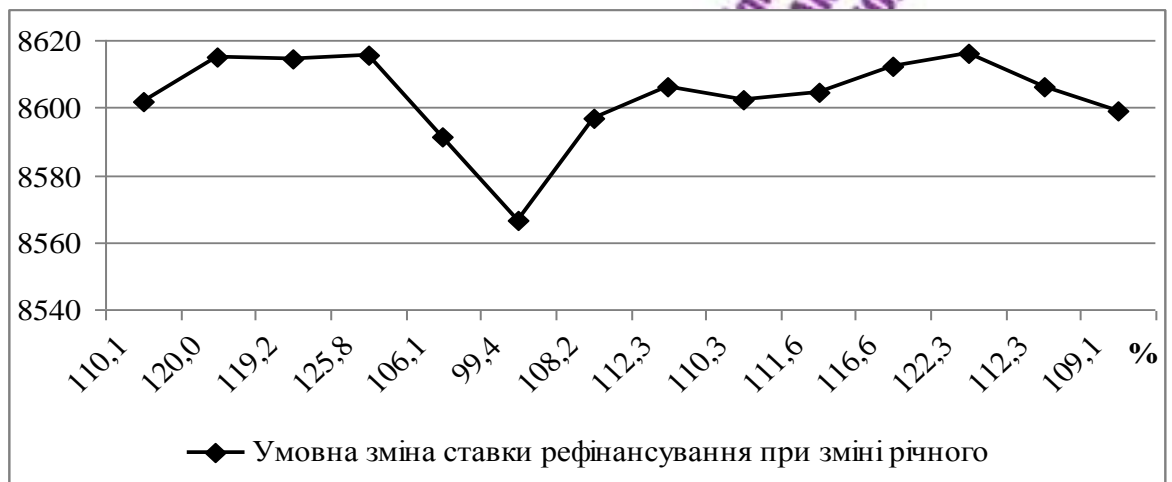


Рисунок 3.5 - Дослідження зміни ставки рефінансування при змінах річного рівня інфляції за період з 1997 по 2010 роки

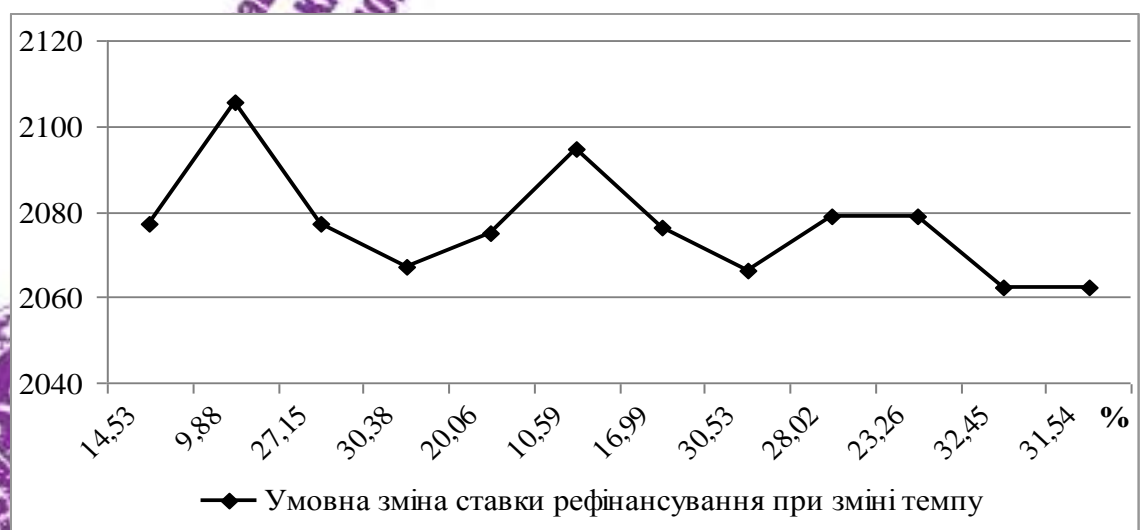


Рисунок 3.6 - Дослідження зміни ставки рефінансування при змінах темпу приросту ВВП за період з 1997 по 2008 роки

Оскільки найбільшими серед всіх інструментів за обсягами залучених ресурсів за період з 2001 р. до 2010 р. виступають кредити, надані шляхом проведення тендера, кредити овернайт та операції репо, розглянемо методику визначення ставок саме за цими операціями в залежності від отриманого оптимального рівня ставки рефінансування (середньозваженої ставки за всіма інструментами). В якості інформаційної бази проведення зазначених розрахунків використовуються дані, наведені в таблиці 3.8.

Інструментарієм визначення процентних ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендеру, кредитами овернайт та ставок за операціями репо (графи 3, 4, 5 таблиці 3.8) в залежності від ставки рефінансування пропонується використати регресійний аналіз.

Таблиця 3.8 - Динаміка зміни складових розрахунку середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами за період 2001-2010 рр., %

Період	Середньозважена ставка за всіма інструментами	у тому числі		
		кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо
Умовні позначення	y	k_1	k_2	k_3
A	1	2	3	4
2001	20,2	16,5	20,4	22,0
2002	9,2	9,2	10,7	11,7
2003	8,0	8,3	8,0	8,0
2004	16,1	13,0	17,1	13,5
2005	14,7	12,9	14,9	12,0
2006	11,5	10,4	12,1	10,7
2007	10,1	10,0	11,1	10,7*
2008	15,3	16,6	16,0	13,8
2009	16,7	20,6	18,1	21,6
2010	13,1	21,1*	17,0	21,6*

Примітка. Прогнозні значення, отримані методом середнього абсолютного приросту

Оскільки результати дослідження взаємозв'язків в розрізі окремо взятих залежностей кожної зі ставок (парна регресія) не дають можливості

отримати адекватних реальним статистичним даним результатів, розглянемо багатofакторні регресійні залежності. Крім того, необхідно зазначити, що виключенням виступає лише залежність ставки за кредитами овернайт від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами.

Отримані результати проведення статистичного аналізу залежності ставки за кредитами овернайт від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами представимо у вигляді таблиці 3.9.

Таблиця 3.9 - Результати проведення статистичного аналізу залежності ставки за кредитами овернайт від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	1,30	1,45	0,90	-2,05	4,65
Середньозважена ставка за всіма інструментами у	0,98	0,10	9,43	0,74	1,22

На основі даних таблиці 3.9 побудуємо парну регресію, яка дозволяє визначити оптимальне значення ставки за кредитами овернайт, оскільки для даної моделі критерії адекватності відповідають досить високому рівню (коефіцієнт детермінації 0,92, критерій Фішера 88,89):

$$k_2 = 1,30 + 0,98y, \quad (3.18)$$

Отже, проводячи аналіз отриманого регресійного рівняння залежності ставки за кредитами овернайт від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами можна зазначити, що збільшення ставки рефінансування на 1% супроводжується відповідним зростанням ставки за кредитами овернайт на 0,98%, що свідчить про досить тісний взаємозв'язок

між даними ставками та однаковий напрямок впливу на тенденції формування грошово-кредитної політики.

Паралельно із визначенням обумовленості досягнутого рівня ставки рефінансування значенням ставки за кредитами овернайт, не менш важливий вплив на формування поточного стану та подальших перспектив розвитку економіки країни здійснює ставка за операціями репо. Отже, розглянемо результати проведення статистичного аналізу (див. табл. 3.10) залежності даного економічного показника від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами та ставки за кредитами овернайт, значення яких запропоновано розраховувати в описаних вище підходах.

Таблиця 3.10 - Результати проведення статистичного аналізу залежності ставки за операціями репо від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами та від ставки за кредитами овернайт

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	-2,32	2,98	-0,78	-9,37	4,72
Середньозважена ставка за всіма інструментами y	-1,49	0,71	-2,10	-3,16	0,18
Ставка за кредитами овернайт k_2	2,54	0,69	3,68	0,91	4,18

На основі даних таблиці 3.10 запишемо загальний вигляд рівняння двухфакторної залежності ставки за операціями репо від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами та ставки за кредитами овернайт за допомогою наступного математичного співвідношення:

$$k_3 = -2,32 - 1,49y + 2,54k_2, \quad (3.19)$$

На відміну від описаної вище залежності (3.18), взаємозв'язок між ставкою за операціями репо та ставкою рефінансування є оберненим, тобто збільшення середньозваженої ставки за всіма інструментами на 1%

супроводжується зменшенням результативної ознаки на 1,49%. В свою чергу, ставка за операціями репо та ставка за кредитами овернайт змінюються в одному напрямку, хоча перший показник має більш швидкі темпи зростання.

Виявлені залежності можна вважати підтвердженими, про що свідчать отримані значення коефіцієнта детермінації 0,84 (на 84% зміна реального значення ставки за операціями репо обумовлена коливаннями двома розглянутими чинниками) та критерію Фішера 19,01 (фактичне значення перевищує критично допустиме).

Остаточне визначення обумовленості ставки рефінансування трьома найпоширенішими ставками – ставкою за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, ставкою за операціями репо та ставкою за кредитами овернайт, вимагає формалізації багатofакторного регресійного рівняння взаємозалежності між ними. Для цього розглянемо отримані результати проведеного статистичного аналізу, наведені в таблиці 3.11.

Таблиця 3.11 - Результати проведення статистичного аналізу залежності ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами, ставки за операціями репо та ставки за кредитами овернайт

1	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
2	3	4	5	6	
Y-перетин	0,37	2,76	0,13	-6,39	7,13
Ставка за операціями репо k_2	0,42	0,34	1,25	-0,40	1,25
Середньозважена ставка за всіма інструментами y	-1,01	0,80	-1,25	-2,98	0,96
Ставка за кредитами овернайт k_3	1,44	1,05	1,37	-1,14	4,02

Аналіз графі 2 таблиці 3.11 надає можливість зробити наступні висновки:

- при зростанні середньозваженої ставки за всіма інструментами на 1% ставка за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, буде зменшуватись на 1,01%, повторюючи тенденцію відповідної зміни ставки за операціями репо;
- між собою усі три ставки (ставка за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, ставка за операціями репо та ставка за кредитами овернайт) одночасно або збільшуються, або зменшуються з різними темпами.

Описані вище закономірності можна формалізувати за допомогою рівняння регресії (3.20):

$$k_1 = 0,37 + 0,42k_2 - 1,01y + 1,44k_3, \quad (3.20)$$

Таким чином, на основі рівнянь (3.18)-(3.20) проводиться розрахунок найпоширеніших ставок, які безпосередньо використовуються для проведення операцій в розрізі реалізації різних напрямків грошово-кредитної політики держави, в залежності від отриманого оптимального значення ставки рефінансування (середньозваженої ставки за всіма інструментами). Зведення зазначених рівнянь надає можливість отримати наступну систему, вирішення якої дозволяє сформулювати альтернативні варіанти управлінських рішень:

$$\begin{cases} k_2 = 1,30 + 0,98y \\ k_3 = -2,32 - 1,49y + 2,54k_2 \\ k_1 = 0,37 + 0,42k_2 - 1,01y + 1,44k_3 \end{cases}, \quad (3.21)$$



де y - середньозважена ставка рефінансування за всіма інструментами;

k_1 - ставка за кредитами, наданими шляхом проведення тендера;

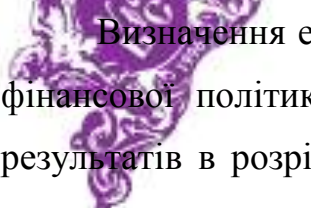
k_2 - ставка за кредитами овернайт;

k_3 - ставка за операціями репо.

Підводячи підсумок проведеним статистичному аналізу та запропонованим методикам в розрізі формування грошово-кредитної політики, необхідно зазначити, що застосування економетричного моделювання динаміки до формування ставки рефінансування надає можливість отримати наступні результати:

- ідентифікувати аналітичне співвідношення, яке дозволяє кількісно описати ставку рефінансування та виступає багатофакторним регресійним рівнянням залежності від комбінації трьох функцій змінних: річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції;
- формалізувати методику визначення ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, ставки за операціями репо та ставки за кредитами овернайт в залежності від отриманого оптимального значення середньозваженої ставки за всіма інструментами.

3.3 Оцінка впливу оптимізації облікової ставки Національного банку України на ефективність реалізації грошово-кредитної політики



Визначення ефективності регулювання процентних важелів реалізації фінансової політики держави передбачає проведення оцінки досягнутих результатів в розрізі розрахунку оптимального значення облікової ставки, яка визначається на рівні мінімального значення серед відсоткових ставок рефінансування, а також ідентифікації відповідних значень

макроекономічних показників (темпу приросту реального ВВП, фактичного і прогнозного рівнів інфляції), які забезпечать оперативність проведення корегування грошово-кредитної політики.

Отже, проведемо практичну реалізацію науково-методичного підходу до визначення оптимального значення облікової ставки (шляхом застосування стохастичного програмування) на основі фактичних даних макроекономічних показників та показників грошово-кредитної політики за період з 1997 по 2010 роки. Оскільки (у підрозділі 3.1) визначено, що вирішення поставленої задачі методом стохастичного програмування передбачає перехід до її детермінованого вигляду, який містить лінійну цільову функцію та квадратичну систему обмежень, виникає необхідність попереднього проведення ряду послідовних перетворень.

Розглянемо цільову функцію задачі знаходження мінімального значення встановлених ставок рефінансування, яка виступає нелінійною функцією та кількісно характеризує залежність середньозваженої ставки за всіма інструментами реалізації грошово-кредитної політики від річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції:

$$y(x_1, x_2, x_3) = -10659.87 + 2257.26 \ln(x_1) - 18.26x_1 - 5.08 \cos(x_2) + 704.71 \ln(x_2) - 18.19x_2 + 6588.22 \frac{1}{x_2} + 9.37 \cos(x_3) \quad (3.22)$$

Лінеаризація багатofакторного регресійного рівняння (3.22) передбачає введення додаткових змінних, що описують лінійну залежність ставки рефінансування від формуючих її факторів та виступають нелінійними функціями. З урахуванням введених умовних позначень цільова функція задачі знаходження оптимального значення облікової ставки як мінімального значення встановлених ставок рефінансування набуває вигляду:

$$y(z_1, x_1, z_2, z_3, x_2, z_4, z_5) = -10659.87 + 2257.26z_1 - 18.26x_1 - 5.08z_2 + 704.71z_3 - 18.19x_2 + 6588.22z_4 + 9.37z_5 \quad (3.23)$$

де $z_1 = \ln(x_1)$, $z_2 = \cos(x_2)$, $z_3 = \ln(x_2)$, $z_4 = \frac{1}{x_2}$, $z_5 = \cos(x_3)$ - додаткові змінні, введені для лінеаризації математичного співвідношення (3.22).

Формування облікової ставки залежить не лише від встановлених макроекономічних показників (річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції), але і від параметрів формування грошово-кредитної політики (відсоткова ставка за кредитами; відсоткова ставка за депозитами; відсоткова ставка на міжбанківському ринку (середньозважене значення за кредитними та депозитними операціями); обсяг грошової маси в обігу; швидкість обертання грошової маси; рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США; вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків). Саме зазначені параметри виступають основою формування системи обмежень поставної задачі.

Проводячи адаптацію системи обмежень задачі оптимізації рівня облікової ставки до умов проведення грошово-кредитної політики в Україні зазначимо, що кількісні характеристики параметрів визначення даних обмежень є випадковими величинами, рівномірно розподіленими в інтервалі $[\overline{a_{ij}}, \overline{b_{ij}}]$. Виходячи з даного факту, а також переходячи до детермінованого варіанту поставленої задачі, наведемо інтервальні межі семи використовуваних параметрів системи обмежень в розрізі змінних управління (фактичного та прогнозного рівнів інфляції, темпу скорочення внутрішнього валового продукту) у вигляді таблиці 3.12.

Отже, наведені в таблиці 3.12 числові характеристики та відповідне значення перетворення Лапласа при заданій імовірності (на рівні 0,95) прийняття випадковими величинами, які дозволяють кількісно описати характеристики обмежень задачі стохастичного програмування.

Таблиця 3.12 - Інтервальні межі параметрів формування системи обмежень задачі визначення оптимального значення облікової ставки

Параметри формування системи обмежень задачі, i	Змінна управління рівнем ставки рефінансування, j					
	Фактичний рівень інфляції, $j=1$		Прогнозний рівень інфляції, $j=2$		Темп скорочення внутрішнього валового продукту, $j=3$	
	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}	\bar{a}_{ij}	\bar{b}_{ij}
A	1	2	3	4	5	6
Відсоткова ставка за кредитами, %	17,00	19,00	14,00	19,00	15,00	18,00
Відсоткова ставка за депозитами, %	7,00	11,00	7,00	10,00	7,00	10,00
Відсоткова ставка на міжбанківському ринку (середньозважене значення за кредитними та депозитними операціями), %	4,00	7,00	6,00	7,00	5,00	7,00
Обсяг грошової маси в обігу, млн. грн.	50852,00	222605,0	45467,00	173554,0	70710,00	148626,00
Швидкість обертання грошової маси	2,00	4,00	3,00	4,00	2,00	4,00
Рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США, грн.	622,00	700,00	603,00	668,00	539,00	717,00
Вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків, млн. грн.	16859,00	58350,00	5434,00	39313,0	24479,00	48198,00

Величин з визначеного діапазону виступають інформаційною базою формування лівих частин даних обмежень:

$$18,00x_1 + 17,50x_2 + 17,00x_3 - 1,64(0,33x_1^2 + 0,08x_2^2 + 3,00x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$9,00x_1 + 9,00x_2 + 8,50x_3 - 1,64(0,33x_1^2 + 1,33x_2^2 + 0,75x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$6,00x_1 + 6,00x_2 + 7,50x_3 - 1,64(0,33x_1^2 + 3,00x_2^2 + 2,08x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$122546,50x_1 + 105187,50x_2 + 134289,50x_3 - 1,64(0,25 \cdot 10^8 x_1^2 + 6,04 \cdot 10^8 x_2^2 + 0,35 \cdot 10^8 x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$3,00x_1 + 3,50x_2 + 3,50x_3 - 1,64(0,33x_1^2 + 0,08x_2^2 + 0,08x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$.654,50x_1 + 651,00x_2 + 614,50x_3 - 1,64(720,75x_1^2 + 645,33x_2^2 + 3040,08x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

$$41062,50x_1 + 28686,00x_2 + 31422,0x_3 - 1,64(2,04 \cdot 10^8 x_1^2 + 1,85 \cdot 10^8 x_2^2 + 0,25 \cdot 10^8 x_3^2)^{\frac{1}{2}}$$

Записані вище співвідношення опосередковано характеризують кожен із семи параметрів формування системи обмежень задачі стохастичного програмування на основі використання змінних управління (фактичний та прогнозний рівні інфляції, темп скорочення внутрішнього валового продукту), які визначають досягнення їх кількісними величинами відповідного рівня. З іншого боку, кожен із вказаних параметрів має відповідати вимогам, встановленим відповідними державними органами регулювання і контролю з метою підтримки стабільного функціонування держави в цілому, тобто приймати значення не менше середнього, розрахованого за визначений проміжок часу. Статистичні характеристики параметрів системи обмежень задачі мінімізації рівня ставки рефінансування, які в свою чергу виступають правими частинами відповідних обмежень, наведемо у графі 4 таблиці 3.13.

Таблиця 3.13 - Статистичні характеристики параметрів формування системи обмежень задачі стохастичного програмування

Параметри формування системи обмежень задачі стохастичного програмування	Мінімальне значення	Максимальне значення	Середнє значення
1	2	3	4
Відсоткова ставка за кредитами, %	13,53	20,80	17,17
Відсоткова ставка за депозитами, %	6,80	11,82	9,31
Відсоткова ставка на міжбанківському ринку (середньозважене значення за кредитними та депозитними операціями), %	2,74	10,61	6,68

Продовження таблиці 3.13

1	2	3	4
Обсяг грошової маси в обігу, млн. грн.	30807,96	225691,79	128249,88
Швидкість обертання грошової маси	1,95	4,08	3,02
Рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США, грн.	505,00	798,50	651,75
Вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків, млн. грн.	3320,00	68925,45	36122,73

Отже, співставлення лівої і правої частин системи обмежень задачі оптимізації рівня облікової ставки як задачі стохастичного програмування надає можливість формалізувати вимоги до умов проведення грошово-кредитної політики за визначний проміжок часу і формування перспектив подальшого розвитку за допомогою наступних нерівностей:

$$18,0x_1 + 17,50x_2 + 17,0x_3 - 1,64 \left(0,33x_1^2 + 0,08x_2^2 + 3x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 17,17$$

$$9,00x_1 + 9,00x_2 + 8,50x_3 - 1,64 \left(0,33x_1^2 + 1,33x_2^2 + 0,75x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 9,31$$

$$6,00x_1 + 6,00x_2 + 7,50x_3 - 1,64 \left(0,33x_1^2 + 3,00x_2^2 + 2,08x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 6,68$$

$$122546,50x_1 + 105187,50x_2 + 134289,50x_3 - 1,64 \left(0,25 \cdot 10^8 x_1^2 + 6,04 \cdot 10^8 x_2^2 + 0,35 \cdot 10^8 x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 128249,88$$

$$3,00x_1 + 3,50x_2 + 3,50x_3 - 1,64 \left(0,33x_1^2 + 0,08x_2^2 + 0,08x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 3,02$$

$$.654,50x_1 + 651,00x_2 + 614,50x_3 - 1,64 \left(720,75x_1^2 + 645,33x_2^2 + 3040,08x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 651,75$$

$$41062,50x_1 + 28686,00x_2 + 31422,0x_3 - 1,64 \left(2,04 \cdot 10^8 x_1^2 + 1,85 \cdot 10^8 x_2^2 + 0,25 \cdot 10^8 x_3^2 \right)^{\frac{1}{2}} \geq 36122,73$$

Паралельно із вимогами, що накладаються на параметри проведення грошово-кредитної політики при вирішенні поставленої задачі, необхідності набуває також формування вимог до макроекономічних параметрів цільової функції задачі стохастичного програмування (табл. 3.14).

Зазначені в таблиці 3.14 статистичні характеристики використовуються як додатково введені обмеження до загальної системи обмежень, що дозволяє дещо звужити діапазон можливих значень ставки рефінансування, відкидаючи неадекватні реальним умовам проведення грошово-кредитної політики величини.

Таблиця 3.14- Статистичні характеристики параметрів формування цільової функції задачі стохастичного програмування

Параметри формування цільової функції задачі стохастичного програмування	Мінімальне значення	Максимальне значення	Середнє значення
Річний рівень інфляції	99,40	125,80	113,15
Темп приросту реального ВВП	9,88	32,45	22,71
Прогнозний річний рівень інфляції	103,66	120,03	112,87

Таким чином, сформувавши цільову функцію задачі визначення рівня облікової ставки як мінімального значення ставки рефінансування, надавши їй відповідної формалізації на основі використання підходу стохастичного програмування, а також провівши ідентифікацію системи обмежень, проводиться вирішення детермінованого еквіваленту поставленої задачі за допомогою використання інструментарію «Пошук рішення». Отримані результати здійснених розрахунків наведено на рисунку 3.7.

Аналіз результатів, представлених на рисунку 3.7 надає можливість зробити наступні висновки:

- оптимальне значення облікової ставки для проведення ефективної грошово-кредитної політики має відповідати рівню 14,18%, що визначає мінімальну величину середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами;
- забезпечення мінімального значення ставки рефінансування досягається за рахунок дотримання умови підтримки фактичного річного рівня інфляції 125,80% і прогнозування його можливого скорочення до прогнозної величини 120,03%;
- підвищення ефективності проведення грошово-кредитної політики поряд із встановленими обліковою ставкою і рівнем інфляції забезпечить також встановлення темпу приросту реального ВВП рівним 18,72%.

C1		f_x = (B4+B5*LN(A15)+B6*A15+B7*COS(B15)+B8*LN(B15)+B9*B15+B10*1/B15+B11*COS(C15))										
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	Цільова функція		14,180014									
2				$y(x_1, x_2, x_3) = -10659,87 + 2257,26 \ln(x_1) - 18,26 x_1 - 5,08 \cos(x_2) +$								
12				$+ 704,71 \ln(x_2) - 18,19 x_2 + 6588,22 \frac{1}{x_2} + 9,37 \cos(x_3)$								
13	Змінні управління											
14	x1	x2	x3									
15	125,8	18,721237	120,03491									
16												
17	Обмеження											
25	x ₁	x ₂	x ₃	Φ ⁻¹ (α)	x ₁ ²	x ₂ ²	x ₃ ²	корінь	ліва частина	знак	права частина	
26	18,50	18,50	16,50	1,64	0,75	0,75	2,08	205,30	4991,91	≥	17,17	
27	9,50	9,00	9,50	1,64	0,75	0,33	0,08	114,83	2692,81	≥	9,31	
28	7,50							251,03	2378,36	≥	6,68	
29	111828,50							2738271,22	39979505,55	≥	128249,88	
30	3,50							78,98	986,49	≥	3,02	
31	633,50							7720,27	183635,10	≥	651,75	
32	41212,00							2097600,88	13675284,47	≥	36122,73	

Рисунок 3.7 - Результати застосування інструментарію «Пошук рішення» для знаходження мінімального значення ставок рефінансування як задачі стохастичного програмування

Визначене оптимальне значення облікової ставки 14,18% відповідає умовам збереження фактичного річного рівня інфляції 125,80% та темпу приросту реального ВВП рівного 18,72%, а також визначає можливість скорочення річного рівня інфляції до 120,03%.

Слід зауважити, що розраховане значення оптимального рівня облікової ставки на поточному етапі майже вдвічі перевищує фактичний рівень облікової ставки, встановленої НБУ. Це є безпосереднім відображенням напрямків реалізації монетарної політики Національного банку, спрямованої на штучне заниження ставок рефінансування з метою здешевлення кредитних ресурсів та активізації ділової активності в країні у післякризовий період.

Тим не менше, як засвідчує розрахунок, встановлення облікової ставки на рівні 7,75% є економічно необґрунтованим, оскільки може

сформувати виникнення надлишкової пропозиції грошей та, як наслідок, спричинити подальше підвищення рівня цін. Таким чином, подальше зниження облікової ставки має відбуватися лише за умови зниження темпів інфляції та в перспективі – досягнення цінової стабільності в країні.

Розраховане значення ставки рефінансування (середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y) виступає основою проведення послідовності обчислень ставки за кредитами овернайт (k_2). В подальшому, на базі кількісних характеристики зазначених двох параметрів визначається відповідний рівень ставки за операціями репо (k_3), і, в свою чергу, використовуючи отримані параметри, проводиться остаточний розрахунок ставки за кредитами, наданих шляхом проведення тендера (k_1).

Розглянемо послідовність проведення статистичного аналізу та отримані результати в ході визначення на основі середньозваженої ставки рефінансування окремо взятих значень ставок за всіма інструментами. Так, проводячи дослідження залежностей зазначених ставок від розрахованого значення ставки рефінансування y (залежність ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) від y (додаток Е.1); залежність ставки за кредитами овернайт (k_2) від y (додаток Е.2); залежність ставки за операціями репо (k_3) від y (додаток Е.3)) зазначимо, що серед отриманих моделей прийнятний рівень адекватності має лише регресійна залежність показника ставки за кредитами овернайт (k_2) від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y . Даний факт пояснюється значенням критерію Фішера на рівні 88,98, що значно перевищує критично допустиму величину даного показника. Крім того, виявлена залежність надає можливість пояснити на 91,75% варіацію ставки за кредитами овернайт від зміни значення ставки рефінансування. Отримані результати в розрізі подальшої побудови відповідної математичної моделі представимо у вигляді таблиці 3.15 (додаток Е.1).

Аналіз даних таблиці 3.15 надає можливість відзначити, що характер залежності між ставкою за кредитами овернайт та ставкою рефінансування є прямим і сильним, про що свідчить як отриманий коефіцієнт при змінній y , так і розраховане значення множинного коефіцієнта кореляції на рівні 0,96. Крім того, дані графі 2 даної таблиці свідчать про наступне:

- ставки за кредитами овернайт та рефінансування мають майже однакову тенденцію до змін, оскільки збільшення (зменшення) середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y на 1% супроводжується збільшенням (зменшенням) ставки за кредитами овернайт (k_2) на 0,98%;
- в даному випадку коефіцієнт 1,30 не має економічного змісту, оскільки ситуація рівності нулю ставки рефінансування не є можливою в практичній діяльності.

Таблиця 3.15 - Результати статистичного аналізу залежності показника ставки за кредитами овернайт (k_2) від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	1,30	1,45	0,90	-2,05	4,65
Середньозважена ставка рефінансування за всіма інструментами y	0,98	0,10	9,43	0,74	1,22

Використовуючи отримані коефіцієнти графі 2 таблиці 3.15, запишемо рівняння парної лінійної регресії, яке дозволяє формалізувати взаємозв'язок між результативною ознакою (ставкою рефінансування) та факторною (рівнем ставки за кредитами овернайт):

$$k_2 = 1,30 + 0,98y, \quad (3.24)$$

Наступним кроком послідовності визначення значень складових оптимальної середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами виступає пошук співвідношень, які дозволять з найбільшим рівнем достовірності ідентифікувати показник ставки за операціями репо та ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера. Передумовою побудови зазначеної залежності виступає врахування визначеного вище рівняння регресії (3.24). Так, з метою пошуку оптимального співвідношення між факторними і результативною ознаками побудованої моделі були розглянуті дві наступні залежності:

- залежність показника ставки за операціями репо (k_3) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y (додаток Е.4);
- залежність показника ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y (додаток Е.5).

Детальне дослідження даних залежностей на адекватність за допомогою критеріїв Фішера (19,01), Стюдента, коефіцієнта детермінації (0,84) та меж інтервалів допустимих значень параметрів відповідних рівнянь надає можливість стверджувати, що найкращим серед розглянутих регресійних рівнянь лінійної множинної регресії виступає залежність показника ставки за операціями репо (k_3) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y . Результати статистичного аналізу даного співвідношення наведені в таблиці 3.16 (додаток Е.4).

Таблиця 3.16 - Результати статистичного аналізу залежності показника ставки за операціями репо (k_3) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	-2,32	2,98	-0,78	-9,37	4,72
Середньозважена ставка рефінансування за всіма інструментами y	-1,49	0,71	-2,10	-3,16	0,18
Ставка за кредитами овернайт (k_2)	2,54	0,69	3,68	0,91	4,18

Отже, основою для побудови відповідного рівняння лінійної множинної регресії виступає графа 2 таблиці 3.16, а математичне співвідношення опису залежності (показника ставки за операціями репо (k_3) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y) приймає вигляд:

$$k_3 = -2,32 - 1,49y + 2,54k_2, \quad (3.25)$$

Проведемо аналіз рівняння (3.25): на відміну від ставки за кредитами овернайт показник ставки за операціями репо має обернену залежність від ставки рефінансування, оскільки коефіцієнт перед змінною y приймає значення «-1,49», тобто збільшення ставки y на 1% супроводжується зменшенням k_3 на 1,49%. В розрізі аналізу взаємозв'язку ставки за операціями репо та ставки за кредитами овернайт прослідковується пряма залежність, що в свою чергу призводить до одночасного збільшення або зменшення даних ставок, причому темп зміни показника ставки за операціями репо (k_3) є значно більшим у порівнянні з k_2 .

Останнім кроком визначення на основі середньозваженої ставки рефінансування окремо взятих значень ставок за всіма інструментами виступає дослідження залежності показника ставки за кредитами, наданими

шляхом проведення тендера (k_1) від ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y . В рамках даного дослідження проведемо:

- ідентифікацію залежності y у вигляді рівняння множинної лінійної регресії з трьома факторними ознаками і однією результативною; в якості результативної ознаки розглянемо статистичні дані в розрізі розрахункового значення ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1), в той час як в якості факторних - ставку за операціями репо (k_3), ставку за кредитами овернайт (k_2) та середньозважену ставку рефінансування за всіма інструментами y ;
- формалізацію виявленої залежності шляхом розрахунку числових значень коефіцієнтів рівняння регресії методом найменших квадратів; результати представимо у графі 2 таблиці 3.17;
- перевірку побудованої економіко-математичної моделі на адекватність вхідним даним шляхом визначення: критерію Фішера, Стюдента, коефіцієнта детермінації, стандартних похибок параметрів рівняння регресії; так, фактичне значення критерію Фішера на рівні 13,10 перевищує критичне; величини критерію Стюдента є допустимими в межах усіх параметрів при факторних ознаках, а зміна показника ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера на 86,76% пояснюється варіацією наступних параметрів - ставки за операціями репо, ставки за кредитами овернайт та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами; стандартні похибки параметрів рівняння регресії (графа 3 таблиці 3.17 (додаток Е.6)) є припустимими в рамках даного дослідження.



Таблиця 3.17 - Результати статистичного аналізу залежності показника ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) від ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	0,37	2,76	0,13	-6,39	7,13
Ставка за операціями репо (k_3)	0,42	0,34	1,25	-0,40	1,25
Ставка за кредитами овернайт (k_2)	-1,01	0,80	-1,25	-2,98	0,96
Середньозважена ставка рефінансування за всіма інструментами y	1,44	1,05	1,37	-1,14	4,02

Поряд із вказаними вище аспектами статистичного аналізу залежності ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера від ставки за операціями репо, ставки за кредитами овернайт та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами необхідності набуває визначення математичної форми запису виявленого взаємозв'язку, що пропонується здійснити наступним чином:

$$k_1 = 0,37 + 0,42k_2 - 1,01y + 1,44k_3, \quad (3.26)$$

Аналіз виявленої залежності (3.26) набуває значно більшої обґрунтованості при подальшому виявленні напрямків і характеру впливу кожної із факторних ознак на результативну. Так, взаємозв'язок між трьома ставками - ставки за операціями репо, ставки за кредитами овернайт та ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера є прямим, тобто збільшення (зменшення) однієї зі ставок супроводжується одночасним збільшенням (зменшенням) інших. При чому темпи зміни даних ставок різні: для ставки за операціями репо є більшим ніж для ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, а для ставки за кредитами овернайт,

навпаки, є меншим. В той же час, необхідно зазначити про зворотну залежність між ставкою за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) та ставкою рефінансування за всіма інструментами, підтвердженням чому служить коефіцієнт «-1,01» при змінній y , тобто збільшення (зменшення) ставки рефінансування на 1% супроводжується відповідним зменшенням (збільшенням) ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера на 1,01%.

Поряд із описаними вище залежностями, в яких результативною ознакою виступають ставки за різними інструментами грошово-кредитної політики (з метою проведення більш глибокого аналізу взаємозв'язків між параметрами математичної моделі оптимізації ставки рефінансування) були розглянуті і побудовані лінійні парні та множинні регресійні рівняння із використанням в якості регресанта ставки рефінансування. Результати статистичного аналізу в розрізі зазначених співвідношень, наведені в додатку, а саме:

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) (рисунок Е.7);

$$y = 5,74 + 0,56k_1, \quad (3.27)$$

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за кредитами овернайт (k_2) (рисунок Е.8);

$$y = -0,11 + 0,94k_2, \quad (3.28)$$

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за операціями репо (k_3) (рисунок Е.9);

$$y = 5,62 + 0,54k_3, \quad (3.29)$$

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) (рисунок E.10);

$$y = -0,45 - 0,21k_1 + 1,28k_2 - 0,12k_3, \quad (3.30)$$

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1), ставки за кредитами овернайт (k_2) (рисунок E.11);

$$y = -0,23 - 0,29k_1 + 1,22k_2, \quad (3.31)$$

- залежність показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) (рисунок E.12),

$$y = -0,67 + 1,23k_2 - 0,26k_3, \quad (3.30)$$

і свідчать про недостатній рівень їх адекватності і неможливості подальшого використання в ході проведення корегувальних дій грошово-кредитної політики.

В той же час, формалізовані вище залежності (3.27)-(3.30) дозволяють виявити деякі особливості і характерні риси взаємозв'язків між найпоширенішими ставками. Так, хоча в окремо взятих залежностях ставки рефінансування від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення

тендера (k_1) ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) прослідковується пряма взаємообумовленість зазначених змінних, при розгляді даних параметрів у певних комбінаціях лише ставка за кредитами овернайт (k_2) здійснює прямий вплив на результативну ознаку. В розрізі аналізу комбінації залежностей ставки рефінансування від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) та ставки за операціями репо (k_3) спостерігається обернений вплив, тобто різний характер динамічних змін відповідних факторних і результативної ознак. Даний факт може пояснюватись виявленням та мірою кількісного вимірювання синергетичного ефекту одночасного використання в практичній діяльності усіх зазначених ставок.

Таким чином, систему рівнянь, яка надає можливість визначити на основі середньозваженої ставки рефінансування окремо взяті значення ставок за всіма інструментами, розглянутими в рамках проведеного дослідження, математично можна представити наступним чином:

$$\begin{cases} k_2 = 1,30 + 0,98y = 1,30 + 0,98 \cdot 14,18 = 15,21 \\ \Downarrow \\ k_3 = -2,32 - 1,49y + 2,54k_2 = -2,32 - 1,49 \cdot 14,18 + 2,54 \cdot 15,21 = 15,24 \\ \Downarrow \\ k_1 = 0,37 + 0,42k_2 - 1,01y + 1,44k_3 = 0,37 + 0,42 \cdot 15,21 - 1,01 \cdot 14,18 + 1,44 \cdot 15,24 = 14,46 \end{cases}$$

Результати проведених обчислень, тобто розподіл отриманого за допомогою стохастичного програмування рівня ставки рефінансування на відповідні йому значення ставок (за кредитами, надані шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо) для досягнення наочності при прийнятті управлінських рішень представимо у вигляді таблиці 3.18.

Таблиця 3.18 - Прогнозні значення складових оптимальної середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами

Період	Середньозважена ставка за всіма інструментами	у тому числі		
		кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо
Умовні позначення	y	k_1	k_2	k_3
1	2	3	4	5
Прогнозні значення	14,18	14,46	15,21	15,24

Визначені прогнозні значення відсоткових ставок рефінансування відповідають принципам НБУ стосовно встановлення рівня облікової ставки, а саме: її рівень має відповідати найнижчому значенню серед відсоткових ставок рефінансування.

Отже, визначене значення облікової ставки на рівні 14,18% дозволило встановити прогнозні значення ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо відповідно на рівнях 14,46%; 15,21% та 15,24%. Такі значення зазначених ставок рефінансування суттєво перевищують їх сучасні фактичні показники, що безпосередньо зумовлене високим рівнем попередньо розрахованої оптимальної облікової ставки, яка виступає середньозваженою ставкою за всіма іншими інструментами рефінансування.

Таким чином, отримані результати розрахунку оптимального значення облікової ставки, а також визначені на її основі прогнозні значення ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо, засвідчили наявність суттєвих відмінностей між визначеним оптимальним рівнем процентних ставок та їх фактичними значеннями. Встановлення заниженого рівня процентних ставок зумовлюється поточними цілями грошово-кредитної політики держави, направленої на прискорення темпів відновлення ділової активності та збільшення обсягів кредитування економіки у посткризовий період.

Висновки до розділу 3

1. У процесі дослідження визначено, що розробка науково-методичного підходу до визначення оптимального рівня облікової ставки є необхідною умовою забезпечення ефективності державної фінансової політики, що реалізується через застосування процентних важелів впливу на економіку. Облікова ставка є одним із основних та найбільш дієвих інструментів реалізації грошово-кредитної політики держави, через регулювання рівня облікової ставки здійснюється вплив на цілісну систему процентних ставок грошового ринку.

2. Запропонована методика розрахунку оптимального значення облікової процентної ставки на основі використання методу стохастичного програмування, економічна сутність якого ґрунтується на знаходженні оптимального розв'язку з одночасним врахуванням впливу випадкових факторів. В рамках постановки задачі стохастичного програмування запропоновано інтерпретувати цільову функцію як задачу на знаходження мінімального значення встановлених ставок рефінансування. Параметрами оптимізації значення облікової ставки встановлено фактичний та прогнозний рівень інфляції, та темп зміни внутрішнього валового продукту.

3. На основі аналізу залежності рівня облікової ставки від інших показників функціонування грошового ринку була сформована сукупність монетарних та макроекономічних параметрів, що можуть бути застосовані у якості обмежень економіко-математичної моделі, а саме: процентна ставка за кредитами; процентна ставка за депозитами; процентна ставка на міжбанківському ринку; обсяг грошової маси в обігу; швидкість обертання грошової маси; рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США; вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків.

4. З метою кількісної оцінки оптимального рівня ставки рефінансування побудоване багатофакторне регресійне рівняння залежності ставки рефінансування від трьох змінних: річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції.

5. В процесі дослідження визначено необхідність розрахунку, окрім базової облікової ставки, сукупності інших процентних ставок, які безпосередньо використовуються для проведення операцій в розрізі реалізації різних напрямків грошово-кредитної політики держави. На основі аналізу обсягів кредитування банків протягом 2001-2010 рр. через використання різних інструментів визначено, що найбільш пріоритетним є визначення прогнозного рівня процентних ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо. Здійснено формалізацію процесу визначення зазначених процентних ставок в залежності від отриманого оптимального значення середньозваженої ставки за всіма інструментами.

6. Визначене відповідно до економіко-математичної моделі оптимальне значення облікової ставки за умов збереження фактичного річного рівня інфляції 125,80% та темпу приросту реального ВВП рівного 18,72%, а також можливості скорочення прогнозного річного рівня інфляції до 120,03%, склало 14,18%, що суттєво перевищує фактичний показник рівня облікової ставки. Це пов'язано із специфікою сучасного етапу грошово-кредитної політики держави, що полягає у навмисному заниженні ставок рефінансування з метою здешевлення кредитних ресурсів та активізації ділової активності в країні, що забезпечить швидші темпи відновлення вітчизняної економіки у посткризовий період.

7. На основі розрахованого значення ставки рефінансування (середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами) проведені обчислення ставки за кредитами овернайт, визначено відповідний рівень ставки за операціями репо та ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера. Отримані розрахункові значення основних ставок рефінансування характеризуються значно вищим рівнем, порівняно з фактичними значеннями. Це безпосередньо пов'язано з високим рівнем оптимальної облікової ставки, що була використана у якості основи для розрахунків.

Основні положення даного розділу опубліковано автором у роботах [142, 143, 148, 151].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі, що полягає у розвитку теоретичної бази та практичних механізмів регулювання економічних процесів в рамках реалізації фінансової політики держави за допомогою процентних важелів впливу.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. В сучасних умовах подолання наслідків глобальної фінансової кризи посилюється роль фінансової політики як необхідного і дієвого інструменту державного впливу на соціально-економічні процеси. Проведений огляд трактувань сутності поняття «фінансова політика» виявив, що вони принципово не розрізняються між собою, але в різній мірі відображають базові змістовні аспекти цього поняття, акцентуючи увагу на тому або іншому з них – суспільній ролі фінансової політики, співвідношенні та системі цілей і завдань, методів і інструментів їх реалізації. На відміну від суто економічної категорії «фінанси», категорія «фінансова політика» має змішаний організаційно-економічний характер, що пов'язано з необхідністю створення належних умов для імперативного управління фінансами за рахунок узгодженого функціонування таких організаційно-функціональних складових фінансової політики як фінансове право, фінансова система та фінансовий механізм. При цьому об'єктивна сторона економічного змісту фінансової політики спирається на об'єктивність фінансових відносин, що лежать в її основі, а також на ступінь відповідності політики об'єктивним економічним законам, закономірностям розвитку фінансових відносин і економічним реаліям, що склалися.

2. Основними напрямками реалізації фінансової політики з огляду на специфіку інструментарію, що використовуються, є фіскальна (бюджетно-податкова) та грошово-кредитна (монетарна) політики. При цьому інструмент «фіскальна політика» в більшій мірі пов'язаний з реалізацією завдання «повна зайнятість», а інструмент «монетарна політика» – з «нульовою інфляцією». Успішна модель сталого економічного зростання не може бути досягнута ні виключно методами монетарного, ні виключно методами бюджетного регулювання; вимагається поєднання механізмів та інструментів, властивим обом напрямкам реалізації фінансової політики. Разом з тим необхідно зауважити, що грошово-кредитна політика, у порівнянні з фіскальною, є більш гнучким, адекватним перебігу ринкових процесів елементів в системі стабілізаційного регулювання, що обумовлює можливість активного застосування монетарних заходів в сучасних умовах економічного розвитку.

3. Аналіз та узагальнення існуючих визначень поняття «фінансовий механізм» дозволили сформулювати таке його трактування: сукупність методичних, організаційних, нормативних та правових форм забезпечення, фінансових методів, інструментів, важелів та положень, на основі яких розробляють заходи, що за умови відповідного нормативно-правового закріплення та інформаційного супроводу визначають можливість реалізації фінансової політики держави, спрямованої на ефективне функціонування фінансово-економічних відносин в частині досягнення визначених цілей та завдань соціально-економічного розвитку за рахунок раціонального формування, розподілу й використання цільових централізованих і децентралізованих фондів грошових ресурсів.

4. Проведено науково-методологічне дослідження сутності понять «процентні важелі» та «процентні інструменти» реалізації фінансової політики держави. В дисертаційній роботі обґрунтовано, що поняття інструментів реалізації фінансової політики держави є більш загальним, оскільки включає в себе як фінансові важелі (інструменти, здатні істотно

впливати на перебіг загальної макроекономічної ситуації в країні), так і широке коло інших фінансових інструментів, які виконують другорядну роль в забезпеченні досягнення поставлених стратегічних та тактичних цілей економічного розвитку. Цей поділ фінансових інструментів на дві групи має логічний зв'язок з характером дії трансмісійного механізму реалізації фінансової політики держави.

5. Відзначено, що на практиці процес визначення необхідної величини процентних ставок центральним банком країни є чітко формалізованою процедурою, що базується на використанні певних правил грошово-кредитної політики. Ці правила дозволяють визначити індикативну величину процентних ставок як вихідний пункт для прийняття остаточного рішення, яка в наступному може бути дещо скоригована з врахуванням структурних зрушень та інших ускладнень, що виникають в реальному секторі економіки. Основним інструментом, який використовує НБУ для впливу на динаміку фінансового ринку, є процентна ставка за інструментами рефінансування, при цьому облікова ставка, що вважається базовою, відіграє лише роль орієнтиру для інших процентних ставок НБУ.

6. В процесі дослідження визначено, що на сьогоднішній день ставки рефінансування Національного банку України не виконують свою індикативну функцію, оскільки динаміка середніх ставок за кредитами та депозитами не має чітко зв'язку з основними видами ставок рефінансування – обліковою ставкою, ставкою за кредитами овернайт та середньозваженою ставкою за всіма інструментами рефінансування. Це зумовлює зниження ефективності монетарної політики держави, оскільки формує серед суб'єктів господарювання хибні уявлення про спрямованість грошово-кредитної політики, пріоритети та перспективи економічного розвитку. Одним із напрямів удосконалення процентної політики в Україні визначено диференціацію процентних ставок НБУ залежно від якості цінних паперів, які беруться у забезпечення та надійності позичальників – комерційних

банків, а також з врахуванням приналежності банків до різних груп відносно масштабів здійснюваних ними діяльності (великі, малі, середні).

7. Процентні важелі регулювання економіки можуть бути застосовані не лише в аспекті реалізації грошово-кредитної політики держави, а й по відношенню до інших сфер економічної діяльності, зокрема це стосується реалізації інвестиційної політики держави. Важливим процентним важелем, що виступає основою обґрунтування доцільності прийняття рішень щодо інвестування державних коштів, є бюджетна норма дисконтування. Врахування показника бюджетної норми дисконтування в процесі аналізу інвестиційного проекту дає можливість зробити висновок про рівень його прибутковості.

8. З метою забезпечення ефективності використання інвестиційних коштів держави в рамках державно-приватного партнерства запропоновано науково-методичний підхід до оптимізації розміщення державних інвестицій. Даний підхід ґрунтується на застосуванні методу золотого перерізу та полягає у максимізації ефективності використання інвестицій шляхом вибору та обґрунтування найкращого співвідношення між обсягами державних та приватних інвестиційних ресурсів. В рамках оцінки ефективності використання капітальних інвестицій запропоновано використовувати показник співвідношення темпу приросту реального ВВП до темпу приросту обсягу капітальних інвестицій. Визначена також частка участі держави у фінансуванні об'єкту інвестування, що відповідає мінімально можливому рівню ефективності використання капітальних інвестицій.

9. Розроблено науково-методичний підхід до розрахунку оптимального значення облікової процентної ставки на основі використання методу стохастичного програмування, економічна сутність якого ґрунтується на знаходженні оптимального розв'язку з одночасним врахуванням впливу випадкових факторів. В рамках постановки задачі стохастичного програмування запропоновано інтерпретувати цільову

функцію як задачу на знаходження мінімального значення встановлених ставок рефінансування. Параметрами оптимізації значення облікової ставки встановлено фактичний та прогнозний рівень інфляції, та темп зміни внутрішнього валового продукту.

10. На основі аналізу залежності рівня облікової ставки від інших показників функціонування грошового ринку була сформована сукупність монетарних та макроекономічних параметрів, що можуть бути застосовані у якості обмежень економіко-математичної моделі, а саме: процентна ставка за кредитами; процентна ставка за депозитами; процентна ставка на міжбанківському ринку; обсяг грошової маси в обігу; швидкість обертання грошової маси; рівень валютного курсу національної грошової одиниці до долара США; вартість цінних паперів, крім акцій у портфелі банків. З метою кількісної оцінки оптимального рівня ставки рефінансування побудоване багатofакторне регресійне рівняння залежності ставки рефінансування від трьох змінних: річного рівня інфляції, темпу приросту реального ВВП та прогнозного річного рівня інфляції.

11. В процесі дослідження визначено необхідність розрахунку, окрім базової облікової ставки, сукупності інших процентних ставок, які безпосередньо використовуються для проведення операцій в розрізі реалізації різних напрямків грошово-кредитної політики держави. На основі аналізу обсягів кредитування банків протягом 2001-2010 рр. через використання різних інструментів визначено, що найбільш пріоритетним є визначення прогнозного рівня процентних ставок за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, кредитами овернайт та операціями репо. Здійснено формалізацію процесу визначення зазначених процентних ставок в залежності від отриманого оптимального значення середньозваженої ставки за всіма інструментами.

12. Отримані в результаті проведених розрахунків оптимальні значення облікової ставки та основних ставок рефінансування характеризуються значно вищим рівнем, порівняно з їх значеннями,

встановленими НБУ. Це дало змогу зробити висновки про наявність недоліків у здійснюваній Національним банком грошово-кредитній політиці та про необхідність корегування значень ставок рефінансування з метою підвищення ефективності впливу процентних важелів фінансової політики держави на динаміку її економічного розвитку.



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

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

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аристотель. Политика / Аристотель. – М. : АСТ, 2002. – 393 с.
2. Бабич, А. М. Финансы : учебник / А.М. Бабич, Л.Н. Павлова. – М. : ИД ФБК-ПРЕСС, 2000. – 760 с.
3. Базилевич, В. Д. Державні фінанси [Текст] : навч. посібник / В. Д. Базилевич, Л.О.Баластрик; Ред. В. Д. Базилевич. – К. : Атіка, 2002. – 368 с.
4. Балабанов, А. И., Балабанов, И. Т. Финансы [Текст] / А. И. Балабанов, И. Т. Балабанов. – СПб.: Питер, 2000. – 192 с.
5. Балацький О. Ф. Управління інвестиціями [Текст] : навчальний посібник / О. Ф. Балацький, О. М. Теліженко, М. О. Соколов – [2-ге вид., перероб. і доп.] – Суми : ВТД «Університетська книга», 2004. – С.97.
6. Банківська енциклопедія / Під ред. А.М. Мороза. - К.: Либідь, 1993. – 328 с.
7. Банківські операції [Текст] : підручник / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пудовкіна та ін.; За ред.. д-ра екон. Наук проф.. А. М. Мороза. – [2-ге вид., випр. і доп.] – К. : КНЕУ, 2002. - 476 с.
8. Банковское дело [Текст] : учебник / под ред.О. И. Лаврушина. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 276 с.
9. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент [Текст] : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2002. – 448 с.
10. Бланкарт, Шарль. Державні фінанси в умовах демократії : Вступ до фінансової науки: [підручник] / За наук. ред. В.М.Федосова; [Пер. з нім.: С.І.Терещенко, О.О.Терещенко; Передм. В.М.Федосова] – К. : Либідь, 2000. – 653, [1] с. –ISBN 966-06-0137-9.
11. Блауг, М. Экономическая мысль в ретроспективе [Текст] / М. Блауг. – М.: Дело, 1994. – 688 с. – ISBN 5-86461-151-4

12. Большой Энциклопедический словарь [Электронный ресурс] . – Режим доступа : http://www.vedu.ru/BigEncDic/enc_searchresult.asp?S=49098. – Название с экрана.
13. Брусланова Н. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов [Электронный ресурс] / Н. Брусланова. – Режим доступа : http://random-walker.chat.ru/fd_2_full.htm.
14. Бугір М.К., Якімов Ф.П. Посібник по розв'язуванню задач з математичного програмування: Навч.посібник, 1997. – 208 с.
15. Буздалин А. В. Экспертиза значимости обязательных нормативов [Электронный ресурс] / А. В. Буздалин. – Режим доступа : <http://www.buzdalin.4u.ru/text/banks/t3/eksp.html>.
16. Буздалин А. В. Эмпирический подход к созданию нормативной базы [Электронный ресурс] / А. В. Буздалин. – Режим доступа : <http://www.buzdalin.4u.ru/text/banks/t5/bkbr2.html>.
17. Буковинський, С.А. Досвід використання інструментів рефінансування в монетарній політиці Європейського центрального банку/ С. А. Буковинський, В. Корнівська //Вісник Національного банку України. - 2010. - № 3. - С. 7-13.
18. Бутко А. Д. Вплив нормативно-правового забезпечення на інвестиційну привабливість підприємств [Текст] / А. Д. Бутко, О. Л. Шерстюк // Фінанси України. – 2004. – №4. – С.76-86.
19. Василенко В. О. Інноваційний менеджмент [Текст] : навчальний посібник / В. О. Василенко, В. Г. Шматько. – [Видання 3-е, вип. та доп.] / За редакцією В. О. Василенко. – Київ : Центр навчальної літератури, 2005. – 440с.
20. Василик, О. Д. Державні фінанси України : підруч. / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – Київ : ЦУЛ, 2003. – 608 с. – ISBN 5-11-004676-X.

21. Василик, О. Д. Теорія фінансів: підручник / О. Д. Василик; КНУ ім.Т.Г.Шевченка. – 4-е вид., доп.. – К. : Ніос, 2003. – 416 с. – ISBN 966-95321-5-9.
22. Васильєва Т. А. Банківське інвестування на ринку інновацій [Текст] : монографія / Т. А. Васильєва. – Суми : Вид-во СумДУ, 2007. – 513 с.
23. Васюренко О. В. Банківський менеджмент [Текст] : посібник / О. В. Васюренко. – К. : Видавничий центр «Академія», 2001. – 320 с.
24. Ващук Ф.Г., Лавер О.Г., Шумило Н.Я. Математичне програмування та елементи варіаційного числення : Навчальний посібник. – К. : Знання, 2008. – 368 с.
25. Вебер М. Избранные произведения. – М.: Феникс, 1990. – С. 644.
26. Венгер, В. В. Фінанси: навч. пос. [для студ. вищ. навч. закл.] / В. В. Венгер. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 432 с. – ISBN 978-966-364-802-6.
27. Вітлінський В.В. Моделювання економіки: Навч.посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 408 с.
28. Вітлінський В.В., Наконечний С.І., Терещенко Т.О. Математичне програмування: Навчально-методичний посібник для самост. вивч.дисц. – 2-е вид., без змін. – К.: КНЕУ, 2006. – 248 с.
29. Вознесенский, Э. А. Финансы как стоимостная категория / Э. А. Вознесенский. – М. : Финансы и статистика, 1985. – 376 с.
30. Габбард, Р. Гроші, фінансова система та економіка [Текст]: Підручник / Р. Габбард // Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с. – ISBN 966-574-692-8
31. Галіцин В. К. Моделі і методи оцінки інвестиційних проектів [Текст] : монографія / В. К. Галіцин, О. П. Суслов, Ю. О. Кубушко. – К. : КНЕУ, 2005. – 168 с.
32. Головнин, М. Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации : доклад / М. Ю. Головнин; Институт экономики РАН. – М. : Институт экономики РАН, 2008. – 48 с.

33. Горобець В. Розвиток банківських послуг [Електронний ресурс] / В. Горобець. – Режим доступу : <http://uabankir.com/?info=ecommerce/ebanking>
34. Горяинова, Л. В. История экономических учений / Л. В. Горяинова ; Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов, права. – М., 2003. – 85 с.
35. Гриньова В. М. Державне регулювання економіки: підручник / В. М. Гриньова, М. М. Новікова. – К.: Знання, 2008. – 398 с. – (Вища освіта ХХІ століття). – ISBN 978-966-346-485-5.
36. Гроші та кредит : підручник / За ред. проф. Б.С. Івісіва. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 510 с.
37. Гроші та кредит / за ред М. І. Савлука ; [Савлук М. І., Мороз А. М., Пудовкіна М. Ф. та ін.]. – К. : КНЕУ, 2002. – 598 с.
38. Гроші, фінансова система та економіка : підручник / Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесневич. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
39. Грошово-кредитна політика в Україні / Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеняк Ні., Мітенко В.І. ; За ред. В.І. Міщенко. - К.: Т-во Знання, КОО, 2000. - 305 с.
40. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки [Текст] : монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук Л. В. Кривенко ; [Л. В. Кривенко, О. М. Дутченко, М. І. Синюченко та ін.]. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – 210 с. - ISBN 978-966-8958-57-1.
41. Грязнова, А. Г. Экономическая теория национальной экономики и мирового хозяйства (политическая экономия) / А. Г. Грязнова, Т. В. Чечелева. – М. : Финансовая академия при правительстве РФ, 1997. – 312 с.
42. Гурвич, Е. Т. Процентные ставки и цена внутренних заимствований в среднесрочной перспективе / Е. Т. Гурвич, А. В. Дворкович. – М. : РПЭИ. Фонд "Евразия", 1999. – 52 с.

43. Даль, В. Толковый словарь великого языка / В. Даль. – М. : Тип Вольфа, 1965. – 238 с.
44. Данилишин О. А. Сучасні інструменти грошово-кредитної політики як важливий чинник забезпечення економічного зростання в Україні / О. А. Данилишин // Регіональна економіка. – 2008. – № 2 – С.151-159.
45. Державне регулювання економіки: навчальний посібник / Мін-во освіти і науки України, КНЕУ ім. Вадима Гетьмана. – 3-тє вид. без змін. – К.: КНЕУ, 2006. – 440 с. – ISBN 966-574-594-8.
46. Державне регулювання економіки : навч. посібник / С. М. Чистов, А. Є. Никифоров, Т. Ф. Куценко та ін. – К. : КНЕУ, 2000. – 316 с.
47. Державне регулювання економіки: підручник / А. Мельник, І. Михасюк, А. Мельник; Львівський нац. ун-т ім. І.Франка. – 2-ге вид., вип. і доп. – К.: Атіка: Ельга-Н, 2000. – 592 с. – ISBN 966-7714-24-1
48. Деньги, кредит, банки : учебник / под ред. Лаврушина О. И. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 448 с.
49. Дзунда А. И. Математический анализ одной инвестиционной стратегии [Текст] / А. И. Дзунда, А. А. Колосов // Матеріали V міжнародної науково-практичної конференції «Динаміка наукових досліджень - 2006». – Дніпропетровськ. – Наука і освіта. – Том 2. Економічні науки. – 2006. – С. 22-24.
50. Долішній М. І. Фінансова політика і стабілізація економіки України / М. І. Долішній // Регіональна економіка. – 2000. – № 1. – С. 7-14.
51. Дубовик В. П. Вища математика [Текст] : навч.посібник / В. П. Дубовик, І. І. Юрик. – К. : Видавництво А.С.К., 2004. – 648 с.
52. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування [Текст] : навч. посіб / А. П. Дука. – К. : Каравела, 2007. – 424 с.
53. Економіка України у 2011 році: прогноз динаміки, виклики та ризики / [Тищук Т. А., (керівник авторського колективу), Харазішвілі Ю. М., Іванов О.В.; За редакцією Я.А.Жаліла]. – К. : НІСД, 2011. – 30 с.

54. Економічна політика [Текст] : навч. посібник / О. О. Беляєв [та ін.] ; за ред. В. І. Стахівського. – 2-ге вид. – К. : КНЕУ, 2006. – 288 с. – ISBN 966-574-579-4.
55. Економічний словник-довідник [Текст] / за ред. док. екон. наук, проф. С. В. Мочерного. – К. : Феліна, 1995. – 368 с.
56. Єріна А.М. Статистичне моделювання та прогнозування: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2001. – 170с.
57. Єрмоленко М. М. Аналіз і оцінка інвестиційних проєктів [Текст] : навч. посібник / М. М. Єрмоленко, І. О. Плужников. – [2-е вид.] – К. : Національна академія управління, 2006. – 156 с.
58. Єпіфанов, А. О. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України [Текст] : монографія/ А. О. Єпіфанов. – Суми : ВТД "Університетська книга", 2007. - 417 с. - ISBN 978-966-680-362-0.
59. Єщенко, П. С. Сучасна економіка : навч.посібник / П. С. Єщенко, Ю. І. Палкін. – К. : Вища школа, 2005. – 327с.
60. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Текст] за станом на 10 лютого 2005 р. / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – К. : Парлам. вид-во, 2005. – 19 с.
61. Зайченко Ю.П. Дослідження операцій: підручник для студ. вузів / Ю.П. Зайченко – К.: Слово, 2006. – 815 с.
62. Запатріна І. В. Розвиток системи державного капітального інвестування в Україні / І. В. Запатріна // Фінанси України. – 2009. – № 4. – С. 53-65.
63. Запатріна І. В. Фінансова політика та її вплив на економічне зростання / І. Запатріна // Економіст. – 2006. – № 3. – С. 27-32.
64. Захарін С. В. Кредитування інвестиційної діяльності [Текст] / С. В. Захарін // Фінанси України. – 2004. -№4. – С.97-105.

65. Зимовець, В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку / Владислав Вікторович Зимовець ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозів. - К., 2010. - 256 с. : табл., рис. – ISBN 978-966-02-5927-0.
66. Ілляшенко С. М. Управління інноваційним розвитком [Текст] : навчальний посібник / С. М. Ілляшенко. – [2-ге вид., перероб. і доп.] – Суми : ВТД «Університетська книга» - К. : Видавничий дім «Княгиня Ольга», 2005. – 324 с.
67. Ильин, В. В. Политология / М. : Книжный дом „Университет”, 1999. – 540 с.
68. Иришев, Б. К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм [Текст] : монография / Б. К. Иришев. – Алма-Ата : Гылым, 1990. – 74 с.
69. Калугин В. Критериально-экспертная оценка инвестиционных проектов [Текст] / В. Калугин // Проблемы теории и практики управления. – 2006 - №7. – С.84-92.
70. Качаєв Ю. Д. Інвестиційна привабливість міст як фактор інвестційної діяльності банків України [Текст] / Ю. Д. Качаєв // Вісник Національного банку України (укр.). – 2002. – № 5. – С.22-26.
71. Кириленко, О. П. Фінанси. Теорія та вітчизняна практика : навч. посіб. / О. П. Кириленко. – Тернопіль : Астон, 2002. – 212 с.
72. Конюховский П.В. Математические методы исследования операций в экономике: Учебное пособие. – СПб.: Питер, 2000. – 208 с.
73. Корзун, А. А. Процентная политика как новый этап денежно-кредитного регулирования в России / А. А. Корзун // Международные банковские операции. - 2007. - N 2. - С.65-79.
74. Кори́ков, А. А. Управление денежными предложениями: ставка и курс/ А. А. Кори́ков //Банковское дело. - 2010. - N 10. - С. 30-33.
75. Кот Л. Л. Інвестиційна діяльність в Україні: шлях активізації кредитних установ [Текст] / Л. Л. Кот // Актуальні проблеми економіки (укр.). – 2003. – № 2. – С.36-40.

76. Коуз, Р. Фирма, рынок и право : пер. с англ. / Р. Коуз. – М. : Новое издательство, 2007. – 224 с. – (Библиотека Фонда «Либеральная миссия»). – ISBN 978-5-98379-087-2.
77. Крупка І. М. Формування макроекономічного інвестиційного середовища в Україні [Текст] / І. М. Крупка // Фінанси України. – 2004. – №4. – С.87-96.
78. Кудряшов, В. П. Курс фінансів: навчальний посібник / В. П. Кудряшов. – К. : Знання, 2008. – 431 с. – ISBN 978-966-346-470-1.
79. Кузовлев В. Инвестиционный подход к внедрению АБС в коммерческом банке [Текст] / В. Кузовлев, В. Угрына // Банковские технологии. 2003. № 9. С. 15—19.
80. Кузовлев В. Реальные опционы и финансовая оценка гибкости инвестиционных проектов [Текст] / В. Кузовлев, В. Угрына // Банковские технологии. –2003. – №11 – С. 25–39.
81. Курицкий Б.Я. Поиск оптимальных решений средствами Excel 7.0. – СПб.: BHV, 1997. – 384 с.
82. Кушинова, Н.Г. Основні теоретичні підходи до визначення поняття фінансової політики / Н. Г. Кушинова // Вісник Запорізького національного університету. – 2010. – №2 (6). – С. 216-223.
83. Лавров, В. В. Финансы и кредит СССР / В. В. Лавров. – М. : Финансы, 1977. – 387 с.
84. Левчук, И. В. Денежное обращение и кредит в СССР / И. В. Левчук. – М. : Финансы и статистика, 1986. – 286 с.
85. Леонов С.В. Науково-методичні підходи до розуміння сутності економічної категорії "інвестиції" / Леонов С.В. // Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку міста / Монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук Т. А. Васильєвої ; [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С.М.Козьменко та ін.]. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. 2009. – 264 с.

86. Ленин В.И. О либеральном и марксистском понятии классовой борьбы: Полное собрание сочинений. – 5 изд. – М., Т. 23. – С. 23.
87. Леонов, С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України [Текст] : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2009. – 375 с.
88. Лепешинський, В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України / В. Лепешинський. // Вісник Національного банку України. - 2006. - №2. - С. 28-32.
89. Лепушинський, В. О. Правила встановлення центральним банком цільових процентних ставок: проблеми визначення та застосування [Текст] / В. О. Лепушинський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ "УАБС НБУ". - Суми, 2005. - Вип. 14.- С.188-194.
90. Лозова О. М. Рівень облікової ставки НБУ і розвиток національної економіки [Електронний ресурс] / О. М. Лозова. // Національна бібліотека імені Вернадського. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/en_oif/2010_7_5/4.pdf. – 27.06.2011. – Назва з екрану.
91. Лондар, С. Л. Фінанси : навч. посіб. / С. Л. Лондар , О. В. Тимошенко. – Вінниця : Нова Книга, 2009. – 384 с. – ISBN 5-7763-1304-X.
92. Макконнелл, К. Р. Экономика: Принципы, проблемы и политика: : пер. с англ. / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. - 11-е изд.. - К.: Хагар-Демос, 1993. - 785 с. - ISBN 5-87920-005-1.
93. Макин И. О. Социально-экономический анализ эффективности инвестиционной деятельности коммерческих банков [Текст] : Автореферат дис. кандидата социологических наук. – М. – 2006.
94. Математические методы в социально-экономических исследованиях [Текст] : сборник научных статей / под ред. проф. С. М. Ермакова и д-ра физ.-мат. наук В. Б. Меласа. – Санкт-Петербург, ТОО ТК «Петрополис», 1996. – С.8-33.

95. Мескон, М. Х. Основы менеджмента: пер. с англ. / М. Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – 3-е изд. - М.- СПб. - К. : Вильямс, 2007. – 672 с. – ISBN 978-5-8459-1060.
96. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій: затв. наказом Агентства з питань запобігання банкрутству від 23.02.97 №22 [Текст] // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 1998. – №7.
97. Миллер Л. Р. Современные деньги и банковское дело. учебник : пер. с англ/ Л. Р. Миллер, Д. Д. Ван-Хуз. – М.: Инфра-М, 2000. – 856 с. – ISBN 5-86225-819-1
98. Миркин Я. М. Банковские операции : Ч. 3: Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков [Текст] : учебное пособие / Я. М. Миркин. – М. : Инфра-М, 1996.- 144 с.
99. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: : пер. с англ / Ф. С. Мишкін. – К.: Основи, 1998. – 963 с. – ISBN 966-500-150-7.
100. Мітіліно, М. І. Основи фінансової науки / М. І. Мітіліно. – К. : Державне вид-во України, 1929. –395 с.
101. Мищенко В. И. О моделировании процентных ставок в условиях инфляции / В. И. Мищенко, К. Г. Малютин, А. К. Малютин // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 3. – С. 97-108.
102. Моисеев С. Р. Правила денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – №16. – С. 37-46.
103. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін : монографія / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с. – ISBN 978-966-484-014-3.

104. Морозова Г. И. Инновационный менеджмент российских коммерческих банков : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.05 / Морозова Галина Ивановна. – М. , 1997. – 178 с.
105. Наконечний С. І., Савіна С. С. Математичне програмування. Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2003. – 452 с.
106. Наконечний С.І., Терещенко Т.О. Економетрія. Навчально-методичний посібник. – К.: КНЕУ, 2001. – 192 с.
107. Наконечний С.І., Терещенко Т.О., Романюк Т.П. Економетрія: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1997. – 352 с.
108. Національний банк і грошово-кредитна політика: підручник/ Мін-во освіти України, КНЕУ, НБУ; ред. А. М. Мороз. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с. – ISBN 966-574-121-7
109. Нитти, Ф. Основные начала финансовой науки / Перевод с итальянского И. Шрейдера, под редакцией и с дополнениями А.Свирцевского, Со вступительной статьей А.И. Чупрова. – М. : Издание М. и С. Сабашниковых, Типо-литография Т-ва И.Н. Кушнерев и Ко, 1904. – 624 с.
110. Общая теория финансов : учебник / Л. А. Дробозина, Ю. Н. Константинова, Л. П. Окунева и др.; под ред. Л. А. Дробозиной. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 256с.
111. Ожегов, С.И. Толковый словарь русского языка: 80000 слов и фразеологических выражений / С. И. Ожегов ; ред. Н. Ю. Шведова ; Российская АН; Российский фонд культуры. - 3-е изд., стереот. — М.: АЗЪ, 1996. - 928 с. - ISBN 5-200-00313-X.
112. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні [Текст] / А. А. Пересада. – К., «Видавництво Лібра» ТОВ. – 1998 р. – 392 с.
113. Пересада А. А. Інвестування Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / А. А. Пере-сада, О. О. Смірнова, С. В. Онікієнко, О. О. Ляхова. – К.: КНЕУ, 2001. – 251 с. – ISBN 966–574–224–8.

114. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом [Текст] / А. А. Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
115. Перминов А. С. Оценка инвестиционной привлекательности проектов (Теоретико-прикладные аспекты) [Текст] / Перминов А. С.: дис. канд. економ. наук: 08.00.30 Ростов н/Д, 2000. – 203 с.
116. Петровська, І. О. Фінанси (з елементами статистики фінансів) [Текст] : навчальний посібник / І.О. Петровська ; Д.В.Клиновий. – К : ЦУЛ, 2002. – 300 с. – ISBN 966-7938-83-2.
117. Платон. Политик. // Платон. Законы. – М. : Мысль, 1999. – С. 3 – 70.
118. Положення про процентну політику Національного банку України : Постанова Правління Національного банку України № 389 від 18.08.2004 [Електронний ресурс] / Національний банк України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/rada/redirect?url=http://www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. – 13.06.2011. – Назва з екрану.
119. Полозенко Д. Фінансова політика – механізм реалізації стратегічних завдань соціально-економічного розвитку / Д. Полозенко // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 7. – С. 14-17.
120. Правик Ю. М. Інвестиційний менеджмент [Текст] : навч. посіб. / Ю. М. Правик. – К.: Знання, 2007. – 431с.
121. Про банки і банківську діяльність : Закон України [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>. – 13.06.2011. – Назва з екрану.
122. Про господарські товариства : Закон України № 1576-XII від 19.09.1991 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1576-12>

123. Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України : Закон України № 1602-III від 23.03.2000 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1602-14>
124. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України № 448/96-ВР від 30.10.1996 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0>
125. Про загальні засади створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон : Закон України № 2673-XII від 13.10.1992 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2673-12>
126. Про зовнішньоекономічну діяльність : Закон № 959-XII від 16.04.1991 [Електронний ресурс] / Верховна Рада УРСР // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0>
127. Про Національний банк України : Закон України [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=679-14>. – 13.06.2011. – Назва з екрану.
128. Про підприємництво : Закон № 698-XII від 07.02.1991 [Електронний ресурс] / Верховна Рада УРСР // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=698-12>

129. Про режим іноземного інвестування : Закон України № 93/96-ВР від 19.03.1996 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України // Сторінка «Законодавство України» сайту Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=93%2F96-%E2%F0>
130. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестицій-ної діяльності на 2011-2015 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів України №1900-р від 29.09.2010 р. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KR101900.html
131. Пуховкіна М.Ф. Центральний банк і грошово-кредитна політика: навчально-методичний посібник/ М. Ф. Пуховкіна, Т. П. Остапишин; Мін-во освіти України, КНЕУ. – К.: КНЕУ, 1999. – 72 с. – ISBN 966-574-018-0
132. Пушкарева, В. М. История финансовой мысли и налогов / В. М. Пушкарева. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 192 с.
133. Райзберг, Б.А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 479 с.
134. Романенко О.Р. Фінанси [Текст] : підручник для студентів вищих закладів освіти / Романенко О.Р. - К. : Центр навчальної літератури, 2003. - 312 с.
135. Рюли, Э. Политика предприятия// Проблемы теории и практики управления. – 1997, № 4. – С. 99-103.
136. Сабанти, Б. М. Теория финансов / Б. М. Сабанти. – М., 1998. – 536 с.
137. Сазонець І. Л. Інвестування: міжнародний аспект [Текст] : навчальний посібник / І. Л. Сазонець, В. А. Федорова. – К. : Центр учбової літератури, 2007. – С.148 – 185.
138. Сакс, Дж. Д. Макроэкономика: Глобальный подход : пер. с англ. / Сакс Дж. Д., Ларрен Ф.Б. – М. : Дело, 1996. – 848 с.

139. Сало І. В. Розвиток монетарної політики Національного банку України / І. В. Сало // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 1. – С.9-17.
140. Салтыкова А. В. Оценка эффективности капитальных вложений: вопросы методологии / Г. В. Салтыкова // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка.-2002.-№7(40) .- С. 158-162.
141. Салтыкова Г.В. Теоретичні концепції формування процентних важелів фінансової політики держави / Г. В. Салтыкова // Облік та фінанси АПК. – 2011. - №2. – С. 122-126.
142. Салтыкова Г.В. Реальні та середні процентні ставки в системі процентних важелів реалізації фінансової політики держави / Г. В. Салтыкова //Наукові обрії – 2011.- Збірник матеріалів всеукраїнської науково-практичної конференції (17 липня 2011р.). – Миколаїв: Барви України, 2011. – С. 13-15.
143. Салтыкова Г.В. Рефінансування банків:світова практика та напрями розвитку в Україні / Г. В. Салтыкова // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2011. - №2(14). – С.142-145.
144. Салтыкова А.В. Методологические основы определения экономической эффективности инвестиционных проектов и мероприятий НТП / Г. В. Салтыкова // Праці Другої міжнародної третьої всеукраїнської наукової конференції студентів та молодих учених "Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання". Частина 2. /Ред.кол. Ступін О.Б., Александров І.О. та ін. – Донецьк: ДонНУ, 2002. – С. 324-326.
145. Салтыкова Г.В. Періодизація розвитку процентної політики Національного банку України. / Г. В. Салтыкова //Матеріали за 7-а міжнародна научна практична конференція, «Динаміката на

- современната наука», 17-25 юли 2011. Том 1. Икономики. София. «Бял ГРАД-БГ» ООД – С. 3 – 5.
146. Салтикова Г.В. Аналіз чутливості показників ефективності функціонування реального сектора економіки України до зміни середніх ставок проценту за кредитами / Г. В. Салтикова // Питання сучасної науки і освіти: зб. тез доповідей за матеріалами сьомої міжнародної науково-практичної інтернет-конференції. – Київ, 2011. – С. 55-57.
147. Салтикова Г.В. Вплив процентної політики держави на розвиток реального сектору економіки / Г. В. Салтикова // Галицький економічний вісник. – 2011.-№3. – С. 153-157.
148. Салтикова Г.В. Взаємозв'язок депозитної та облікової ставок в Україні: аналіз поточних тенденцій / Г. В. Салтикова // Materialy VII mezinarodni vedecko – prakticka conference «Aplikovane vedecke novinki -2011» (27.07.2011 – 05.08.2011). – Dil 1. Economicke vedy: Praha. Publishing House « Education and science» s.r.o – С. 9-11.
149. Салтикова А.В. Норматив ефективности капитальных вложений в динамических моделях экономики / Г. В. Салтикова // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. - 2008. - №1. - С. 161-167.
150. Салтикова Г.В. Фінансова політика держави: сутність, напрями та інструменти реалізації / Г. В. Салтикова // Вісник Міжнародного Слов'янського університету. Серія «Економічні науки». – 2011. – Том XIV. - №1. – С. 141-151.
151. Салтикова Г.В. Облікова ставка та ставка рефінансування як важелі реалізації грошово-кредитної політики / Г. В. Салтикова // Materialy VII Miedzynarodowej naukowij – praktycznej konferencji «Dynamika naukowych badan - 2011» (07.07.2011 – 15.07.2011). – Volume1. Ekonomiczne nauki.: Przemisl. Nauka i studia. – С. 5-7.

152. Системи підтримки прийняття рішень [Текст] : навчальний посібник / [О.І.Пушкар, В. М. Гіковатий, О. С. Євсєєв, Л.В.Потрашкова]; За ред. д-ра екон. наук, проф. Пушкаря О.І. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2006. – 304 с.
153. Сірко А. В. Інвестиційні потреби розвитку корпоративного сектора та проблеми їх інституціонального забезпечення [Текст] // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №8. – С.51-61.
154. Скляр И.Д. Определение воспроизводственного цикла как составляющая механизма управления НТП /И.Д.Скляр, М.В.Костель, Г.В. Салтикова // Механізм регулювання економіки.-2004.-№3.- С.127-133.
155. Сліпушко, О. Політичний і фінансово-економічний словник (понад 3 000 термінів, понять, імен) / Оксана Сліпушко. – К. : Криниця, 1999. – 390 с.
156. Сліпушко, О. Політичний і фінансово-економічний словник (понад 3000 термінів, понять, імен) / Оксана Сліпушко. – К. : Криниця, 1999. – 390 с.
157. Стельмах В.С., Епіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / За ред. В.І. Міщенка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2003 – 421 с.
158. Стельмах, В.С. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, Університет банківської справи НБУ, 2009. – 404 с.
159. Стельмащук А. М. Державне регулювання економіки : навчальний посібник / А. М. Стельмащук; Мін-во освіти і науки України, Тернопільська академія н/г. – Тернопіль: Астон, 2001. – 362 с. – ISBN 966-7995-43-7.
160. Стеченко Д. М. Державне регулювання економіки: навчальний посібник / Д. М. Стеченко; МАУП. – К.: МАУП, 2000. – 176 с. – ISBN 966-608-023-0.

161. Стирський М. В. Методичні аспекти оцінки інвестиційної привабливості ринку акцій [Текст] / М. В. Стирський // Фінанси України. – 2002. – №2. – С.131-137.
162. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави [Текст] : монографія / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка та ін. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 108 с.
163. Танклевська Н. С. Удосконалення державної фінансової політики / Н. С. Танклевська // Продуктивні сили України. – 2009. – №1. – С. 56-61.
164. Танклевська, Н. Основні підходи щодо удосконалення фінансової політики [Текст] / Н. Танклевська // Вісник Львівського національного аграрного університету, 2009. – № 16(1). – С. 24-26
165. Тертичка В. Державна політика, аналіз та здійснення в Україні / В. Тертичка. – К. : Вид-во Соломії Павличко “Основи”, 2002. – 750 с.
166. Ушаков В. Я. Долгосрочная финансовая политика : Учебный курс / В. Я. Ушаков. – М.: МИЭМП, 2010. – 136 с.
167. Финансы и кредит / [под ред. А. Ю. Казака]. – Екатеринбург, 1994. – 359 с.
168. Фінанси підприємств. Підручник / Керівник авт. кол. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. 3-тє вид., перероб. та доп. - К.: КНЕУ, 2000. - 460 с.,
169. Фінансовий менеджмент [Текст]: навч.- метод. посібник для самоств. вивч. дисц./ А.М.Поддєрьогін, Л.Д.Буряк,. Н.Ю.Калач.- К.: КНЕУ, 2001.– 536 с.
170. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник / В.М. Опарін . – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2001 . – 240 с. – ISBN 966-574-285-X.
171. Фінанси : навч. посіб. / О.Р. Романенко, С.Я. Огородник, М.С. Зязюк, А.А. Славкова. – К. : КНЕУ, 2003. – 2-ге вид., перероб. і доп. –387 с.
172. Фінанси : підручник / За ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К. : Знання, 2008. – 611 с.

173. Фінанси: курс для фінансистів [Текст] : навч. посібник / О. П. Близнюк [та ін.] ; за ред . В. І. Оспіщева. – К. : Знання, 2006. – 416 с. – ISBN 966-346-095-4.
174. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: у 3-х т., Т. 1: Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / Ін-т економіки та прогнозування НАНУ; ред. А. І. Даниленко. – К.: Фенікс, 2008. – 468 с. – ISBN 978-966-651-625-4. – ISBN 978-966-651-626-1.
175. Фишер, С., Дорнбуш, Р., Шмалензи, Р. Экономика (Economics) [Текст] / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи. – М.: «Дело ЛТД», 1995. – 864 с. – ISBN 5-86461-199-9
176. Хазанова Л.Э. Математическое моделирование в экономике: Учебное пособие. – М.: БЕК, 1998. – 141 с.
177. Циганов С. А. Особливості грошово-кредитної політики в трансформаційних економіках / С. А. Циганов // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 2. – С.107-114.
178. Чаплінський Ю. П. Системна оптимізація як методологічна основа оцінки реалізуємості інвестиційних проектів [Текст] / Ю. П. Чаплінський, А. О. Ширяєв // Економіко-математичне моделювання соціально-економічних систем. Збірник наукових праць. Вип. 7 / Відп. ред. академік НАН України О.О.Бакаєв. – Київ : Міжнародний науково-навчальний центр інформаційних технологій і систем НАН та МО і Н України, 2003. – 158 с.
179. Чистов С. М. Державне регулювання економіки: навчально-методичний посібник / С. М. Чистов; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К.: КНЕУ, 2002. – 208 с. – ISBN 966-574-338-4.
180. Шаринська, О. Є. Облікова політика як інструмент грошово-кредитного регулювання цінової стабільності / О. Є. Шаринська // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1. – С.13-21.

181. Шитко О. П. Нові інструменти фінансової політики: досвід країн з розвинутою ринковою економікою / О. П. Шитко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 10. – С.16-22.
182. Шуляк, П. Н. Финансы : учебное пособие / П. Н. Шуляк, Н. П. Белотелова. – М. : Издательский дом «Дашков и Ко», 2000. – 452 с.
183. Юхименко, П. І. Історія економічних учень [Текст] : підручник / П.І. Юхименко, П.М. Леоненко. - К. : Знання, 2005. – 583 с. - (Вища освіта ХХІ століття). - ISBN 966-8148-68-1.
184. Юхимчук С. В. Матрична модель оцінки інвестиційної привабливості торговельних підприємств [Текст] / С. В. Юхимчук, С. Д. Супрун // Фінанси України. – 2003. – №1. – С.3-12.
185. Яременко О. Структурно-інституційні ефекти монетарної політики в умовах фінансової нестабільності / О. Яременко // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 60-67
186. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities [Text] / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. 1973. May – June. P. 637 – 654.
187. Friedman Milton. Kapitalismus und Freiheit / Paul C. Martin (aus dem Engl.), Horst Siebert (Geleitwort). – Frankf./M. : Eichborn, 2002. – 240S. – ISBN 3-8218-3960-0.
188. Gudmundsson, M. Financial globalization: key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy / M. Gudmundsson. // BIS Papers. – 2008. – April. – No 39. – p. 7-8.
189. Goodnow, F. Politics and Administration / F. Goodnow // Classics of Public Administration. – California : Brooks/Cole Publishing Company Pacific Grove, 1991. – P. 25–28.
190. Merton R. Financial innovation and the management and regulation of financial institutions [Text] / R. Merton // Journal of Banking & Finance, Volume 19, Issues 3-4, June 1995, Pages 461-481.

191. Svensson, Lars E.O. Inflation targeting as a monetary policy rule / Lars E.O. Svensson // NBER Working paper. – 1998. – № 6790.
192. Tinbergen, J. Economic Policy: Principles and Design / J. Tinbergen. // Erasmus Universiteit of Rotterdam. – Date of access : <http://repub.eur.nl/res/pub/16740>.
193. Vasicek O. An equilibrium characterization of the term structure [Text] / O. Vasicek // Journal of Financial Economics, Volume 5, Issue 2, November 1977, Pages 177-188.
194. Vasicek O. The economics of interest rates [Text] / O. Vasicek // Journal of Financial Economics, Volume 76, Issue 2, May 2005, Pages 293-307.



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

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

Додаток А

Таблиця А.1 - Тракткування сутності поняття «фінансовий механізм»

Автор (автори)	Визначення	Джерело
1	2	3
Балабанов И. Т.	...система дії фінансових важелів, яка виражається в організації, плануванні й стимулюванні фінансових ресурсів	Балабанов, И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? / И. Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 1994. – С. 25.
Василик О. Д., Павлюк К. В.	...сукупність форм і методів створення і використання фондів фінансових ресурсів із метою забезпечення різних потреб державних структур, господарських суб'єктів і населення	Василик, О. Д. Державні фінанси України : підручник / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – К. : НІОС, 2002. – С. 595.
Волков О. М.	...система фінансових важелів впливу на організацію, планування і стимулювання використання фінансових ресурсів	Экономика предприятия : учебник / Под ред. проф. О. М. Волкова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2000. – С. 114.
Заяц Н. Е., Лисенко М. К., Бондар Т. Е.	...сукупність методів та форм, інструментів і важелів впливу на економічний і соціальний розвиток суспільства в процесі здійснення розподільчих і перерозподільчих фінансових відносин	Теория финансов : учеб. Пособие / Заяц Н. Е., Фисенко М. К., Бондарь Т. Е. и др. – 2-е изд., стереотип. – Мн. : Выш. шк., 1998. – С. 142.
Кириленко О. П.	...сукупність конкретних форм і методів забезпечення розподільчих і перерозподільчих відносин, утворення доходів, фондів грошових коштів	Кириленко, О. П. Фінанси : навч. посібник / О. П. Кириленко. – Тернопіль : Т.О.В. ЦМДС, 1998. – С. 34.
Ковалюк О. М.	...система фінансових форм, методів, важелів та інструментів, які використовують у фінансовій діяльності держави і підприємства за відповідного нормативного, правового та інформаційного їхнього забезпечення, а також за відповідної фінансової політики на мікро- і макрорівні	Ковалюк, О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Л. : Видав. центр ЛНУ, 2002. – С. 22.

Продовження таблиці А.1

1	2	3
Нікольський П. С.	... сукупність форм, методів і важелів планового управління фінансовими відносинами, пов'язаними з плануванням фінансів, утворенням, розподілом і використанням грошових доходів, нагромадженням фондів, із системою фінансування видатків	Никольский, П. С. Финансы в системе хозяйственного механизма управления промышленностью / П. С. Никольский – М. : Финансы и статистика, 1982. – С. 60.
Поддерогін А. М., Буряк Л. Д., Нам Г. Г.	...система управління фінансами, призначена для організації взаємодії фінансових відносин і фондів грошових засобів з метою оптимізації їхнього впливу на кінцеві результати виробництва	Фінанси підприємств : підручник /Поддерьогін А. М. Буряк Л. Д., Нам Г. Г. та ін. – 2-ге вид., перероб. та доп. – К. : КНЕУ, 1999. – С. 18.
Райзберг Б. А., Лозовський Л. Ш., Стародубцева Е. Б.	...складова частина господарського механізму, сукупність фінансових стимулів, важелів, інструментів, форм і способів регулювання економічних процесів і відносин. Він включає передусім ціни, податки, мита, пільги, штрафи, санкції, дотації, субсидії, банківський кредитний і депозитний проценти, облікову ставку, тарифи	Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 2-е изд., исправл. – М. : ИНФРА-М, 1999. – С. 369.
Шермет А. Д., Сайфулін Р. С.	...система управління фінансовими відносинами підприємства через фінансові важелі за допомогою фінансових методів	Шермет, А. Д. Финансы предприятий : учеб. пособие / А. Д.Шермет, Р. С. Сайфулин. – М. : ИНФРА-М, – 1999. – С. 13.
Федосов В. М., Огородник С. Я., Суторміна В. Н.	...сукупність економіко-організаційних та правових форм і методів управління фінансовою діяльністю держави, які функціонують у процесі формування, розподілу й використання цільових централізованих і децентралізованих фондів грошових ресурсів для задоволення потреб суспільства	Государственные финансы : учеб. пособие / Под ред. проф., докт. екон. наук В. М. Федосова, С. Я. Огородника и В. Н. Суторминой. – С. 68.
Юрій С. І.	сукупність конкретних фінансових форм, методів та важелів, за допомогою яких забезпечується процес суспільного відтворення, тобто здійснюються розподільчі та перерозподільчі відносини, утворюються фонди грошових коштів	Фінанси: вишкіл студії : навч. посіб. / За ред. проф. С. І. Юрія. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – С. 357.

Додаток Б

Таблиця Б.1 - Окремі випадки застосування облікової ставки НБУ, передбачені законодавством України

Умови використання облікової ставки	Нормативно-правовий акт
При визначенні суми процентів, умовно нарахованих на суму поворотної фінансової допомоги, що залишається неповерненою на кінець звітного періоду, у розмірі облікової ставки НБУ, розрахованої за кожний день фактичного використання такої поворотної фінансової допомоги	П.п. 14.1.257 ПКУ
При нарахуванні пені у зв'язку з регулюванням сумнівної (безнадійної) заборгованості	П.п. 159.1.2 ПКУ
При визначенні розміру ренти, якщо одержувач ренти передав у власність платника ренти грошову суму	Ст. 737 ЦКУ
При визначенні розміру процентів за договором позики, якщо інше не передбачено договором	Ст. 1048 ЦКУ
При визначенні розміру процентів та порядку їх сплати за кредитним договором	Ст. 1056 ¹ ЦКУ
При визначенні розміру процентів, що виплачуються банком вкладнику, якщо інше не передбачено договором	Ст. 1061 ЦКУ
При розрахунку штрафних санкцій за порушення грошових зобов'язань, якщо інший розмір відсотків не передбачено законом або договором	Ч. 6 ст. 231 ГКУ
При розрахунку сум, які необхідно сплатити особі, яка переміщує товар у режимі реімпорту	Ст. 193 МКУ
При нарахуванні пені в розмірі 120 відсотків річних облікової ставки НБУ у разі використання податкових пільг не за призначенням чи несвоєчасного повернення коштів, не сплачених до бюджету внаслідок надання пільги, у разі її надання на поворотній основі	П. 30.8 ПКУ
При розрахунку пені із розрахунку 120 % річних облікової ставки НБУ на суму податкового боргу (включаючи суму штрафних санкцій за їх наявності та без урахування суми пені)	П. 129.4 ПКУ
При нарахуванні пені в розмірі 120 % облікової ставки НБУ на суму недосплаченого податку внаслідок не підтверджених відповідними документами витрат у разі їх втрати, знищення або відсутності та не поновлення таких документів до закінчення податкового періоду, що настає за звітним	П.п. 139.1.9 ПКУ
При нарахуванні пені в розмірі 120 % облікової ставки НБУ, що діяла на день виникнення податкового зобов'язання з податку, яке мав би сплатити платник податку у встановлений строк у разі, якщо б він не користувався податковою пільгою, встановленою п.п. 140.1.3 ПКУ, обчисленої до суми такого податкового зобов'язання та розрахована за кожен день недоплати, закінчуючи днем збільшення доходу	П.п. 140.1.3 ПКУ

Продовження таблиці Б.1

При нарахуванні пені в розмірі 120 % облікової ставки НБУ, що діяла на день виникнення у страхувальника податкового зобов'язання, пов'язаного з розриванням з будь-яких причин (крім окремого визначеного ПКУ випадку) дії договору довгострокового страхування життя чи з недержавного пенсійного забезпечення протягом перших п'яти років до закінчення мінімального строку його дії або до настання відповідного страхового випадку	П.п. 156.2.2 ПКУ
При нарахуванні пені, виходячи із 120 % облікової ставки НБУ, у разі порушення вимог щодо цільового використання ввезених на митну територію України товарів, звільнених від оподаткування ПДВ	П.п. 197.16.2.4 ПКУ
При нарахуванні пені на рівні 120 % облікової ставки НБУ на суму ПДВ, не відшкодовані платникам з бюджету протягом визначеного строку	П. 200.23 ПКУ
При нарахуванні пені, виходячи з 120 % облікової ставки НБУ, у разі порушення цільового використання товарів, пов'язаних із виконанням робіт з підготовки до зняття і зняття енергоблоків Чорнобильської АЕС	П. 211.3 ПКУ
При нарахуванні пені, виходячи з 120 % облікової ставки НБУ, у разі порушення цільового використання імпортованих товарів, передбачених для використання при реконструкції існуючих і будівництві нових підприємств з виробництва біопалива і для виготовлення та реконструкції технічних і транспортних засобів з метою споживання біопалива, якщо такі товари не виробляються та не мають аналогів в Україні, а також технічних та транспортних засобів, у т. ч. самохідних сільгоспмашин, що працюють на біопаливі, якщо такі товари не виробляються в Україні	П.п. «б» п. 2 підрозділу 2 розділу XX ПКУ
При нарахуванні пені, виходячи з 120 % річних облікової ставки НБУ, на суми коштів, безпідставно стягнені територіальними органами Пенсійного фонду з юридичних і фізичних осіб, які підлягають поверненню	Ст. 26 Закону № 2464



Таблиця В.1 - Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України (% річних)

Період	Облікова ставка НБУ	Середньозважена ставка за всіма інструментами	У тому числі									
			кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо	кредити, надані для підтримання довгострокової ліквідності банків	стабілізаційні кредити	операції своп	рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в	інші кредити	кредити, надані для фінансування чемпіонату	
1992	80,0	...	-	-	-	-	-	-	-	-	...	-
1993	240,0	68,5	-	-	-	-	-	-	-	-	68,5	-
1994	252,0	124,9	264,0	-	-	-	-	-	-	-	115,2	-
1995	110,0	82,1	83,0	110,0	-	-	-	-	-	-	60,4	-
1996	40,0	51,8	52,6	64,4	-	-	-	-	-	-	41,0	-
1997	35,0	25,2	21,7	31,4	21,8	-	-	-	-	-	19,7	-
1998	60,0	52,7	-	54,4	54,1	-	-	-	-	-	47,8	-
1999	45,0	44,0	-	61,1	59,7	-	-	-	-	-	33,0	-
2000	27,0	29,6	-	30,9	28,0	-	-	-	-	-	-	-
2001	12,5	20,2	16,5	20,4	22,0	-	-	-	-	-	21,0	-
2002	7,0	9,2	9,2	10,7	11,7	8,0	-	-	-	-	-	-
2003	7,0	8,0	8,3	8,0	8,0	7,0	-	-	-	-	-	-
2004	9,0	16,1	13,0	17,1	13,5	7,0	14,9	-	-	-	-	-
2005	9,5	14,7	12,9	14,9	12,0	-	15,0	-	-	-	-	-
2006	8,5	11,5	10,4	12,1	10,7	9,5	-	-	-	8,5	-	-
2007	8,4	10,1	10,0	11,1	-	-	-	-	-	8,3	-	-
2008	12,0	15,3	16,6	16,0	13,8	-	-	15,1	-	-	14,1	-
2009	10,25	16,7	20,6	18,1	21,6	-	-	23,1	-	-	16,0	11,0
2010	7,75	11,6	11,1	11,3	9,4	-	-	-	-	-	11,9	11,0

Додаток Г

Аналіз динаміки показника ефективності використання капітальних інвестицій



Рисунок Г.1 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки за допомогою апроксимації різного виду трендів (лінійного)



Рисунок Г.2 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки за допомогою апроксимації різного виду трендів (експоненційного)



Рисунок Г.3 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки за допомогою апроксимації різного виду трендів (ступеневого)



Рисунок Г.4 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки за допомогою апроксимації різного виду трендів (логарифмічного)



Рисунок Г.5 - Динаміка зміни показника ефективності використання капітальних інвестицій в залежності від зміни частки державних інвестицій за період з 1997 по 2009 роки за допомогою апроксимації різного виду трендів (поліноміального другого ступеня)

ВЫВОД ИТОГОВ

Регрессионная статистика

Множественный R	0,74
R-квадрат	0,54
Нормированный R-квадрат	0,37
Стандартная ошибка	0,29
Наблюдения	12,00

Дисперсионный анализ

	df	SS	MS	F	Значимость F
Регрессия	3,00	0,79	0,26	3,15	0,09
Остаток	8,00	0,67	0,08		
Итого	11,00	1,46			

Рисунок Г.6 - Результати статистичного аналізу залежності показника ефективності використання капітальних інвестицій (відношення темпу приросту ВВП до темпу приросту капітальних інвестицій) від частки державних інвестицій

Додаток Д

Результати статистичного аналізу залежності окремих показників від значення середньозваженої ставки рефінансування

ВЫВОД ИТОГОВ								
<i>Регрессионная</i>								
Множественный R		0,96						
R-квадрат		0,92						
Нормированный R-квадрат		0,91						
Стандартная ошибка		1,19						
Наблюдения		10,00						
Дисперсионный анализ								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>			
Регрессия	1,00	125,96	125,96	88,98	0,00			
Остаток	8,00	11,32	1,42					
Итого	9,00	137,28						
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>
Y-пересечение	1,30	1,45	0,90	0,40	-2,05	4,65	-2,05	4,65
всіма інструментами	0,98	0,10	9,43	0,00	0,74	1,22	0,74	1,22

Рисунок Д.1 - Результаты статистичного аналізу залежності показника ставки за кредитами овернайт (k_2) від середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

ВЫВОД ИТОГОВ									
<i>Регрессионная статистика</i>									
Множественный R		0,91							
R-квадрат		0,83							
Нормированный R-квадрат		0,79							
Стандартная ошибка		2,15							
Наблюдения		10,00							
Дисперсионный анализ									
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>				
Регрессия	2,00	161,60	80,80	17,44	0,00				
Остаток	7,00	32,43	4,63						
Итого	9,00	194,03							
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>	
Y-пересечение	-0,61	2,76	-0,22	0,83	-7,13	5,91	-7,13	5,91	
Средне-звaжена ставка за всіма інструментами	-1,63	0,66	-2,50	0,04	-3,18	-0,09	-3,18	-0,09	
кредити овернайт	2,51	0,64	3,93	0,01	1,00	4,03	1,00	4,03	

Рисунок Д.2 - Результаты статистичного аналізу залежності показника ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,93							
R-квадрат	0,87							
Нормированный R-квадрат	0,80							
Стандартная ошибка	2,07							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	3,00	168,33	56,11	13,10	0,00			
Остаток	6,00	25,69	4,28					
Итого	9,00	194,03						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	0,37	2,76	0,13	0,90	-6,39	7,13	-6,39	7,13
Средне-звешенная ставка за всіма інструментами	-1,01	0,80	-1,25	0,26	-2,98	0,96	-2,98	0,96
кредити овернайт	1,44	1,05	1,37	0,22	-1,14	4,02	-1,14	4,02
операції репо	0,42	0,34	1,25	0,26	-0,40	1,25	-0,40	1,25

Рисунок Д.3 - Результати статистичного аналізу залежності показника ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1) від ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,92							
R-квадрат	0,84							
Нормированный R-квадрат	0,80							
Стандартная ошибка	2,32							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	2,00	205,47	102,74	19,01	0,00			
Остаток	7,00	37,83	5,40					
Итого	9,00	243,30						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	-2,32	2,98	-0,78	0,46	-9,37	4,72	-9,37	4,72
Средне-звешенная ставка за всіма інструментами	-1,49	0,71	-2,10	0,07	-3,16	0,18	-3,16	0,18
кредити овернайт	2,54	0,69	3,68	0,01	0,91	4,18	0,91	4,18

Рисунок Д.4 - Результати статистичного аналізу залежності показника ставки за операціями репо (k_3) від ставки за кредитами овернайт (k_2) та середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y

Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,94							
R-квадрат	0,88							
Нормированный R-квадрат	0,82							
Стандартная ошибка	2,23							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	3,00	213,33	71,11	14,24	0,00			
Остаток	6,00	29,97	4,99					
Итого	9,00	243,30						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	-2,02	2,87	-0,70	0,51	-9,05	5,00	-9,05	5,00
Средне-звзвжена ставка за всіма інструментами	-0,68	0,93	-0,73	0,49	-2,97	1,60	-2,97	1,60
кредити овернайт	1,30	1,19	1,10	0,31	-1,60	4,21	-1,60	4,21
кредити, надані шляхом проведення тендера	0,49	0,39	1,25	0,26	-0,47	1,45	-0,47	1,45

Рисунок Д.5 - Результаты статистического анализа зависимости показателя ставки за операциями репо (k_3) от ставки за кредитами овернайт (k_2), ставки за кредитами, наданными шляхом проведения тендера (k_1) и средневзвешенной ставки рефинансирования за всеми инструментами y

кредити овернайт	2,54	0,69	3,68	0,01	0,91	4,18	0,91	4,18
Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,93							
R-квадрат	0,87							
Нормированный R-квадрат	0,80							
Стандартная ошибка	2,07							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	3,00	168,33	56,11	13,10	0,00			
Остаток	6,00	25,69	4,28					
Итого	9,00	194,03						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	0,37	2,76	0,13	0,90	-6,39	7,13	-6,39	7,13
операция репо	0,42	0,34	1,25	0,26	-0,40	1,25	-0,40	1,25
Средне-звзвжена ставка за всіма інструментами	-1,01	0,80	-1,25	0,26	-2,98	0,96	-2,98	0,96
кредити овернайт	1,44	1,05	1,37	0,22	-1,14	4,02	-1,14	4,02

Рисунок Д.6 - Результаты статистического анализа зависимости показателя ставки за кредитами, наданными шляхом проведения тендера (k_1) от ставки за операциями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2) и средневзвешенной ставки рефинансирования за всеми инструментами y

ВЫВОД ИТОГОВ								
Регрессионная статистика								
Множественный R		0,68						
R-квадрат		0,46						
Нормированный R-квадрат		0,40						
Стандартная ошибка		2,96						
Наблюдения		10,00						
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	1,00	60,79	60,79	6,94	0,03			
Остаток	8,00	70,12	8,76					
Итого	9,00	130,91						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	5,74	3,09	1,86	0,10	-1,39	12,86	-1,39	12,86
кредиты, надані шляхом проведення тендера	0,56	0,21	2,63	0,03	0,07	1,05	0,07	1,05

Рисунок Д.7 - Результати статистичного аналізу залежності показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами у від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1)

ВЫВОД ИТОГОВ								
Регрессионная статистика								
Множественный R		0,96						
R-квадрат		0,92						
Нормированный R-квадрат		0,91						
Стандартная ошибка		1,16						
Наблюдения		10,00						
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	1,00	120,11	120,11	88,98	0,00			
Остаток	8,00	10,80	1,35					
Итого	9,00	130,91						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	-0,11	1,49	-0,07	0,95	-3,54	3,33	-3,54	3,33
кредиты овернайт	0,94	0,10	9,43	0,00	0,71	1,16	0,71	1,16

Рисунок Д.8 - Результати статистичного аналізу залежності показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами у від ставки за кредитами овернайт (k_2)



Вывод итогов								
<i>Регрессионная статистика</i>								
Множественный R	0,74							
R-квадрат	0,54							
Нормированный R-квадрат	0,49							
Стандартная ошибка	2,73							
Наблюдения	10,00							
<i>Дисперсионный анализ</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>			
Регрессия	1,00	71,19	71,19	9,54	0,01			
Остаток	8,00	59,72	7,47					
Итого	9,00	130,91						
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>
Y-пересечение	5,62	2,69	2,09	0,07	-0,58	11,83	-0,58	11,83
операции репо	0,54	0,18	3,09	0,01	0,14	0,94	0,14	0,94

Рисунок Д.9 - Результаты статистического анализа зависимости показателя средневзвешенной ставки рефинансирования за всеми инструментами у від ставки за операциями репо (k_3)

Вывод итогов								
<i>Регрессионная статистика</i>								
Множественный R	0,98							
R-квадрат	0,96							
Нормированный R-квадрат	0,94							
Стандартная ошибка	0,94							
Наблюдения	10,00							
<i>Дисперсионный анализ</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>			
Регрессия	3,00	125,66	41,89	47,90	0,00			
Остаток	6,00	5,25	0,87					
Итого	9,00	130,91						
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>
Y-пересечение	-0,45	1,24	-0,37	0,73	-3,48	2,57	-3,48	2,57
кредиты, наданы шляхом проведення тендера	-0,21	0,16	-1,25	0,26	-0,61	0,20	-0,61	0,20
кредиты овернайт	1,28	0,16	7,89	0,00	0,88	1,67	0,88	1,67
операции репо	-0,12	0,16	-0,73	0,49	-0,52	0,28	-0,52	0,28

Рисунок Д.10 - Результаты статистического анализа зависимости показателя средневзвешенной ставки рефинансирования за всеми инструментами у від ставки за кредитами, надаными шляхом проведення тендера (k_1) ставки за операциями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2)

Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,98							
R-квадрат	0,96							
Нормированный R-квадрат	0,94							
Стандартная ошибка	0,90							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	2,00	125,20	62,60	76,70	0,00			
Остаток	7,00	5,71	0,82					
Итого	9,00	130,91						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	-0,23	1,16	-0,20	0,85	-2,97	2,51	-2,97	2,51
кредити, надані шляхом проведення тендера	-0,29	0,12	-2,50	0,04	-0,56	-0,02	-0,56	-0,02
кредити овернайт	1,22	0,14	8,88	0,00	0,89	1,54	0,89	1,54

Рисунок Д.11 - Результати статистичного аналізу залежності показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за кредитами, наданими шляхом проведення тендера (k_1), ставки за кредитами овернайт (k_2)

Вывод итогов								
Регрессионная статистика								
Множественный R	0,97							
R-квадрат	0,95							
Нормированный R-квадрат	0,94							
Стандартная ошибка	0,97							
Наблюдения	10,00							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Значимость F			
Регрессия	2,00	124,29	62,15	65,75	0,00			
Остаток	7,00	6,62	0,95					
Итого	9,00	130,91						
	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение	Нижние 95%	Верхние 95%	Нижние 95,0%	Верхние 95,0%
Y-пересечение	-0,67	1,27	-0,53	0,62	-3,68	2,34	-3,68	2,34
кредити овернайт	1,23	0,16	7,50	0,00	0,85	1,62	0,85	1,62
операції репо	-0,26	0,12	-2,10	0,07	-0,55	0,03	-0,55	0,03

Рисунок Д.12 - Результати статистичного аналізу залежності показника середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами y від ставки за операціями репо (k_3), ставки за кредитами овернайт (k_2)

Додаток Е



СУМСЬКА ОБЛАСНА РАДА

пл. Незалежності, 2, м. Суми, 40489 тел./факс (0542) 63-13-11
E-mail: sumyoblrada@sm.ukrtel.net Код ЄДРПОУ 23826636

25.10.2011 № 01-29/473

На № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Спіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
«Процентні важелі реалізації фінансової політики держави»
викладача Сумського державного університету
Салтикової Ганни Василівни

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Салтикової Г.В. на тему «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при вирішенні поточних задач головного управління економіки Сумської обласної державної адміністрації.

Відповідно до функцій, покладених на головне управління економіки Сумської обласної державної адміністрації воно приймає участь у реалізації державної політики економічного і соціального розвитку; реалізації державної регуляторної політики; формуванні і проведенні державної регіональної політики; проведенні державної інвестиційної та інноваційної політики; забезпеченні виконання завдань з приватизації державного майна; забезпеченні реалізації державної політики у сфері економічної безпеки та детінізації економіки; виконанні завдань з будівництва об'єктів освіти, охорони здоров'я, зв'язку, транспорту, торгівлі, громадського харчування, комунального господарства, культурно-побутового й іншого призначення та ефективного використання капітальних вкладень, що спрямовуються на цю мету тощо.

Результати дисертаційного дослідження Салтикової Г.В. використовуються при розробці практичних заходів щодо реалізації Стратегії розвитку Сумської області на період до 2015 року «Нова Сумщина - 2015», а саме: до розділу 6 «Стратегічний напрямок №4 – Розвиток інноваційно-інвестиційної інфраструктури», підрозділу 3 «Інструменти забезпечення стрімкого зростання» та до розділу 10 «Механізми та організаційне забезпечення реалізації Стратегії». Зокрема, враховані пропозиції дисертанта щодо оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні та методичні основи оцінки процентних індикаторів реалізації державної інвестиційної політики.

Заступник голови обласної ради

В.М. Толбатов



СУМСЬКА МІСЬКА РАДА

40030, м. Суми, площа Незалежності, 2, тел.: (0542) 700-560

від 07.10.11 № 1361/05-26
 На № _____ № _____

Голові спеціалізованої
 вченої ради Д55.081.01
 Української академії
 банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями планово-бюджетної комісії Сумської міської ради розглянуто результати наукового дослідження Салтикової Ганни Василівни на тему «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Запропонований в дисертаційній роботі науково-методичний підхід до оптимізації механізму розміщення державних інвестицій дозволяє визначати оптимальну частку участі міського бюджету у фінансуванні об'єктів вкладення інвестиційних ресурсів, а також частку участі міського бюджету у фінансуванні об'єкту інвестування, що відповідає мінімально можливому рівню ефективності використання капітальних інвестицій.

Виявлені та формалізовані Салтиковою Г.В. специфічні особливості оцінки процентних індикаторів реалізації державної інвестиційної політики дозволяє проводити обґрунтовану політику розміщення державних інвестицій на основі диференціації форми визначення бюджетної норми дисконтування в залежності від існуючої кон'юнктури фінансового ринку.

Заступник
 міського голови з питань
 діяльності виконавчих органів ради

М.А. Яншин



УКРАЇНА

ГОЛОВНЕ КОНТРОЛЬНО-РЕВІЗІЙНЕ УПРАВЛІННЯ УКРАЇНИ
 КОНТРОЛЬНО-РЕВІЗІЙНЕ УПРАВЛІННЯ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ
 Покровська площа, 11, м. Суми, 40030, тел. 687001, факс 687028
 E-mail: kru@sm.ukrtel.net Код ЄДРПОУ № 21112690

Сл. Н. 2011 № 18-СС-14-14/7170

Голові спеціалізованої вченої
 ради Д55.081.01
 Українська академія банківської
 справи Національного банку України

д.е.н. проф. Єпіфанову А. О.

ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ
 РЕЗУЛЬТАТІВ НАУКОВОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Салтикової Ганни Василівни

*на тему «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави»
 поданого в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01
 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
 за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит*

Критичний аналіз наукових результатів, отриманих здобувачем Салтиковою Г.В. при підготовці дисертаційного дослідження «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави», дозволяє дійти висновку, що вони представляють практичний інтерес для контрольно – ревізійного управління в Сумській області.

В поточній діяльності контрольно – ревізійного управління в Сумській області використовуються наступні висновки та пропозиції дисертанта:

- при здійсненні державного фінансового аудиту виконання державних (бюджетних) програм, діяльності бюджетних установ, суб'єктів господарювання державного сектору економіки, а також інших суб'єктів господарювання, які отримують (отримували в періоді, який перевіряється) кошти з бюджетів усіх рівнів та державних фондів або використовують (використовували у періоді, який перевіряється) державне чи комунальне майно фахівцями контрольно – ревізійного управління в Сумській області використовується запропонований дисертанткою підхід до оцінки оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні;

при проведенні у підконтрольних установах ревізії
2
фінансово – господарської діяльності, використання і збереження фінансових
ресурсів, необоротних та інших активів, правильності визначення потреби в
бюджетних коштах.

В.о. начальника управління



М. І. Полятикін



ФОНД ДЕРЖАВНОГО МАЙНА УКРАЇНИ

РЕГІОНАЛЬНЕ ВІДДІЛЕННЯ ФОНДУ ДЕРЖАВНОГО МАЙНА УКРАЇНИ ПО СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ

40024, Сумська обл., м. Суми, вул. Харківська, 30/1
тел./факс (0542) 36-11-32, e-mail: sumy_59@spfu.gov.ua

15.09.2011 № 16-003-0359Г

На № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Спіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження на тему «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави», виконаного Салтиковою Ганною Василівною

Критичний аналіз наукових результатів, отриманих Салтиковою Г.В. при підготовці дисертаційного дослідження «Процентні важелі реалізації фінансової політики держави», поданого в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вони представляють практичний інтерес для регіонального відділення Фонду державного майна України по Сумській області.

До компетенції Регіонального відділення Фонду державного майна України по Сумській області відповідно до чинної Державної програми приватизації відноситься здійснення передприватизаційної підготовки державних підприємств та створення на їх базі Акціонерних Товариств, до статутного фонду яких передається майно, що є загальнодержавною власністю.

Фахівцями регіонального відділення Фонду державного майна України по Сумській області при виконанні своїх повноважень можливе використання висновків та пропозицій дисертанта щодо:

- оцінки оптимальної частки участі держави у фінансуванні об'єктів інвестування в Україні для забезпечення реалізації масштабних інвестиційних проєктів за участю іноземного капіталу з одночасним максимальним збереженням інтересів держави за рахунок ідентифікації оптимального співвідношення між часткою державних та іноземних фінансових ресурсів;
- диференціації форми визначення бюджетної норми дисконтування в залежності від існуючої кон'юнктури фінансового ринку при проведенні політики створення Акціонерних Товариств та передачі майна, що є загальнодержавною власністю до статутного фонду створених Акціонерних Товариств.

Начальник

Д.Г. Михайленко



ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
ДЕРЖАВНИЙ ОЩАДНИЙ БАНК УКРАЇНИ
 ФІЛІЯ - СУМСЬКЕ ОБЛАСНЕ УПРАВЛІННЯ

№ 7/582 - 11 ліп 2.10.11

Голові спеціалізованої вченої
 ради Д55.081.01
 Української академії
 банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Єпіфанову А.О

Довідка
про впровадження результатів дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертаційне дослідження, виконане асистентом кафедри фінансів Сумського державного університету Салтиковою Ганною Василівною на тему „Процентні важелі реалізації фінансової політики держави” за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит містить цілий ряд положень, які враховуються працівниками банку філії-Сумське обласне управління АТ „Ощадбанк” в поточній діяльності. Це стосується, зокрема, результатів дослідження щодо прогнозування перспективних тенденцій зміни облікової ставки та ставки рефінансування та впливу цих тенденцій на функціонування банків другого рівня.

Начальник облуправління



О.В Радченко

40030, Україна, м. Суми, вул. Горького, 32
 тел.: (0542)679-525, факс: (0542) 675-627. E-mail: office@sberbank.sumy.ua



ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Сумського державного
університету, професор
А.В.Васильєв

**АКТ**

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Салтикової Ганни Василівни „Процентні важелі реалізації
фінансової політики держави ” у навчальний процес факультету
економіки та менеджменту Сумського державного університету

від 23 вересня 2011 року

м.Суми

Акт складено комісією у складі:

- Голова: Декан факультету економіки та менеджменту, доктор економічних наук, професор Прокопенко О.В.
- Члени комісії:
1. Заступник завідувача кафедри фінансів, кандидат економічних наук, доцент Захаркін О. О.
 2. Начальник навчально-методичного відділу, кандидат технічних наук, доцент Коротченко В. Л.

У період з 16 по 23 вересня комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Салтикової Ганни Василівни „Процентні важелі реалізації фінансової політики держави ” у навчальний процес факультету економіки та менеджменту Сумського державного університету (СумДУ).

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Салтикової Ганни Василівни „Процентні важелі реалізації фінансової політики держави ”
2. Робочі програми курсів дисциплін:

„Інвестування” (викладається для студентів денної та заочної форм навчання за програмами підготовки бакалаврів за спеціальністю „Фінанси”, а також для слухачів центру післядипломної освіти);

„Грошово-кредитна політика центрального банку” (викладається на денному відділенні за програмами підготовки бакалаврів за спеціальністю „Фінанси”).

3. Видані навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Салтикової Ганни Василівни „Процентні важелі реалізації фінансової політики держави” методологічні і науково-теоретичні положення, а також практичні методики впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:
 - „Інвестування”, розділ: „Методологія оцінки ефективності капіталовкладень”;
 - „Грошово-кредитна політика центрального банку”, розділ „Грошово-кредитне регулювання”.
2. Застосування в навчальному процесі факультету економіки та менеджменту СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Салтикової Ганни Василівни „Процентні важелі реалізації фінансової політики держави” дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних умов розвитку економіки України з урахуванням пріоритетів та загальнотеоретичних вимог концепції сталого розвитку, поглибити їх теоретико-методичні основи, а в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії



О.В. Прокопенко

Члени комісії:



О.О. Захаркін



В.Л.Коротченко

