

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

На правах рукопису

ПОНТКОВСЬКА ЯНІНА ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК [336.74:336.77](477)(043.5)

**МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ
ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук



Науковий керівник:

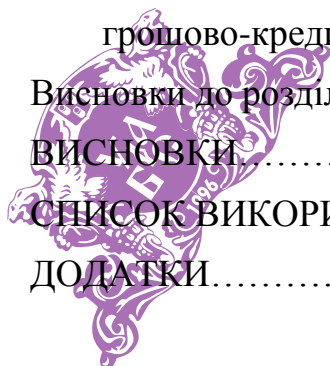
доктор економічних наук, доцент

Савченко Тарас Григорович

Суми – 2014

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ	12
1.1 Значення рівноваги на фінансових ринках в посткризових умовах розвитку соціально-економічних процесів.....	12
1.2 Рівновага грошово-кредитного ринку, як системна характеристика його функціонування.....	35
1.3 Фактори формування рівноваги на грошово-кредитному ринку.....	61
Висновки до розділу 1.....	86
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	90
2.1 Система формування рівноваги грошово-кредитного ринку	90
2.2 Поточні тенденції урівноваження грошово-кредитного ринку України	116
2.3 Оцінка детермінант попиту на гроші в Україні	133
Висновки до розділу 2.....	160
РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ	164
3.1 Методичні підходи до удосконалення монетарної політики НБУ на основі впровадження монетарного правила для процентної ставки	164
3.2 Напрямки удосконалення елементів системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку	183
Висновки до розділу 3.....	203
ВИСНОВКИ.....	206
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	213
ДОДАТКИ.....	227



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Перманентність виникнення та масштаби наслідків світових економічних криз свідчать про недостатню розробленість концепції економічної рівноваги. Протягом останніх десятиліть основним джерелом кризових явищ виступають економічні відносини з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів. Виходячи з цього, а також враховуючи банкоцентричність фінансового ринку України, проблема дослідження методичних засад формування рівноваги грошово-кредитного ринку (далі – ГКР) України набуває першочергового значення у посткризових умовах розвитку соціально-економічних процесів. Актуальність даної проблеми посилюється в умовах нестабільності протягом останніх років макроекономічної та політичної ситуації у нашій державі, а також масштабних реформ валютно-курсової та монетарної політики, які започатковані навесні 2014 року.

З метою нівелювання негативного впливу внутрішніх дисбалансів та зовнішніх чинників на стійкість і ефективність суб'єктів банківської системи першочергового значення набуває розробка системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку, яка передбачатиме розробку відповідних методологічних засад (на основі критичного опрацювання та поглиблення теоретичних досліджень рівноваги грошово-кредитного ринку, як системної характеристики його функціонування); а також розвиток методичних підходів до урівноваження грошово-кредитного ринку (на основі збалансування попиту та пропозиції грошових коштів у контексті монетарної політики Національного банку України).

Питання існування рівноважного стану мікроекономічних та макроекономічних систем і механізму досягнення даного стану вважаються ключовими проблемами економічної науки. Сучасний етап розвитку

4

економічних відносин характеризується посиленням значення фінансової складової економічних процесів у забезпеченні стійкого та ефективного функціонування соціально-економічних систем. Постійне ускладнення структури фінансових ринків та банківських систем, перманентне виникнення фінансових та банківських криз, а також парадигмальні зрушення у регулюванні фінансових відносин в умовах глобалізації обумовлюють необхідність подальших досліджень методичних засад формування рівноваги грошово-кредитного ринку.

Дослідженню економічної рівноваги та рівноваги на фінансових ринках приділяють значну увагу у своїх працях зарубіжні та вітчизняні науковці, серед яких: Л. Вальрас, Т. Городецька, А. Курно, Д. Кейнс, Т. Клебанова, М. Кондратьєв, С. Кузнєц, В. Леонт'єв, Р. Манделл, І. Мовчан, В. Парето, Р. Солоу, Б. Фельдерер, Ш. Хомбург, А. Шкляр та ін.

Вивченню методичних засад здійснення монетарної політики та регулювання банківської діяльності у контексті забезпечення стійкості та рівноваги грошового ринку присвятили свої наукові публікації такі дослідники: М. Алле, Л. Болл, В. Білолипецький, Т. Васильєва, М. Вудфорд, В. Геєць, Б. Дунаєв, О. Заруцька, С. Козьменко, С. Кораблін, Б. МакКалам, М. Макаренко, Ф. Мишкін, Б. Пшик, К. Рогоф, Т. Савченко, І. Сало, А. Сомик, Д. Тейлор, І. Фішер, М. Фрідмен, Д. Хікс, Ю. Шоломицький та інші.

При дослідженні вищезазначеної проблеми вчені переважно зосереджуються на аналізі видів економічної рівноваги і побудові теоретичних моделей ринкової та загальної рівноваги. Також досить ґрунтовними є практичні дослідження рівноваги окремих ринків економічно розвинених країн світу. Однак поза увагою науковців залишається завдання комплексного дослідження методичних засад формування рівноваги на фінансових ринках країн, що розвиваються, зокрема, України.

Практичне значення даного завдання посилюється у посткризових умовах функціонування національної економіки, які характеризуються

5
нестабільністю соціально-економічної ситуації та реформуванням монетарної політики у напрямку впровадження інфляційного таргетування. Отже, існує об'єктивна необхідність комплексного дослідження процесу формування рівноваги ГКР нашої держави та розробки наукових підходів до розвитку методичних засад урівноваження даного ринку.

Вищевикладене обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість та практичну спрямованість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Обраний напрямок дисертаційного дослідження є складовою науково-дослідницьких тем, над якими працює колектив Української академії банківської справи Національного банку України: “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0103U006965) та “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782). До звітів за цими темами включені висновки та пропозиції автора, а саме: науково-методичний підхід до удосконалення монетарної політики Національного банку України (далі – НБУ), який ґрунтується на вивченні взаємозв'язків між параметрами спред-скоригованого правила Тейлора для економіки України, та отриманої шляхом застосування даного правила оптимальної траєкторії основної ставки НБУ; методичний підхід до обґрунтування системи показників для оцінки ключових факторів попиту на грошові кошти в Україні, а також щодо розробки показника реального загального обсягу трансакцій.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційного дослідження полягає у розробці та удосконаленні науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо формування рівноваги грошово-кредитного ринку України.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані наступні завдання:

- дослідити значення рівноваги на фінансових ринках у посткризових умовах розвитку соціально-економічних процесів;

- 6
- обґрунтувати внутрішню структуру та вивчити особливості урівноваження ГКР;
 - проаналізувати фактори формування рівноваги на ГКР;
 - розробити науково-методичні підходи до структуризації системи формування рівноваги ГКР;
 - провести аналіз поточних тенденцій урівноваження ГКР України;
 - оцінити детермінанти попиту на гроші в Україні;
 - сформуванати методичні підходи до розробки монетарного правила для процентної ставки;
 - визначити шляхи розвитку, у контексті поточних реалій, ключових елементів системи формування рівноваги ГКР.

Об'єктом дослідження є економічні відносини між суб'єктами ГКР України, які суттєво впливають на формування рівноважного стану даного ринку.

Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення формування рівноваги ГКР України.

Методи дослідження. Теоретичною основою дослідження є праці вчених з теорії фінансів та кредиту в ринковій економіці, теоретичні уявлення про порядок формування та механізм реалізації монетарної політики, а також ключові теоретичні концепції економічної рівноваги.

У процесі написання дисертаційної роботи, залежно від її цілей та завдань використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при визначенні сутності та форм економічної рівноваги – монографічний, синтезу; при дослідженні факторів формування рівноваги на ГКР – методи аналізу, індукції та дедукції; при визначенні закономірностей урівноваження ГКР України – діалектичний метод; при розробці науково-методичного підходу до формування монетарного правила для відсоткової ставки – коефіцієнтний аналіз та багатофакторні регресійні моделі; при оцінці мотивів та факторів попиту на гроші в Україні – методи порівняння, групувань,

вибірок, головних компонент та кореляційно-регресійний аналіз.

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти з питань регулювання діяльності суб'єктів ГКР та грошово-кредитної політики (далі – ГКП); статистичні матеріали Національного банку та Державної служби статистики України, Статистичного департаменту ООН, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та розвитку. Також використано інформацію, зібрану автором під час вивчення підходів до здійснення монетарної політики, спрямованої на урівноваження грошового ринку провідних, економічно розвинених країн світу. Проаналізовано монографічні дослідження та статті зарубіжних і вітчизняних авторів з проблематики дисертаційної роботи.

Наукова новизна одержаних результатів визначається внеском автора у розв'язання актуальної наукової задачі поглиблення теоретичних уявлень щодо урівноваження ГКР України, а також у розробку пропозицій і практичних рекомендацій щодо вдосконалення методичних засад формування рівноваги даного ринку, і полягає в наступному:

вперше:

- розроблено комплексний науково-методичний підхід до урівноваження ГКР України (який формалізовано у межах запропонованої системи формування рівноваги ГКР), що ґрунтується на авторському розумінні змісту поняття “рівновага ГКР” (стан, в якому на основі збалансування попиту і пропозиції грошей забезпечується дотримання ключових монетарних пропорцій та досягаються цілі монетарної політики НБУ при одночасному формуванні монетарних імпульсів, необхідних для підтримки сталого економічного зростання) та передбачає урівноваження даного ринку шляхом збалансування попиту та пропозиції грошей на основі врахування: стратегії застосування інструментів монетарної політики, яка передбачає використання монетарного правила для процентної ставки; методичних рекомендацій щодо формування набору



інструментів ГКП; методичних підходів до оцінки мотивів та факторів попиту на гроші в Україні;

удосконалено:

- модель механізму консолідації попиту на гроші та кредит у процесі досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку на основі синтезу моделі буферного запасу грошей, моделі розрахунків за овердрафтами та моделі абсорбції грошових запасів з урахуванням постулатів сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів;
- методичний підхід до формування монетарного правила для економіки України, що ґрунтується на вивченні взаємозв'язків між параметрами спред-скоригованого правила Тейлора та дає можливість визначити оптимальну траєкторію основної ставки НБУ;
- науково-методичний підхід до обґрунтування системи показників, які найкращим чином апроксимують вплив таких ключових детермінант попиту на гроші, як зміни в економічній активності, рівень цін, віддача від інвестицій у негрошові активи, рівень багатства економічних агентів та платіжні інновації. Розроблений підхід враховує посткризову деформацію теоретичних зв'язків між реальними грошовими агрегатами та вимірниками факторів попиту на гроші в Україні та може бути використаний для формування стратегії і тактики урівноваження кон'юнктури грошово-кредитного ринку на основі специфікації функції попиту на гроші в явному вигляді;

набули подальшого розвитку:

- методичні оцінки рівня урівноваженості ГКР України, які визначені з урахуванням ключових показників даного ринку в аспекті реалізації грошово-кредитної політики НБУ, ролі ГКР у забезпеченні макроекономічних балансів, ефективності та стійкості банків другого рівня, як основних суб'єктів даного ринку;
- обґрунтування меж та структури ГКР на основі застосування теоретичного, нормативного та емпіричного підходів, на базі чого

сформульовано принципи визначення структури, інструментів та суб'єктів ГКР;

- теоретичні засади вивчення економічної рівноваги з урахуванням: уточнених ознак рівноважного стану; специфіки реалізації концепцій “пастки ліквідності”, “нейтральності грошей” та видленого ефекту “пастки процентної політики”; а також обґрунтованих принципів управлінського впливу на економічну систему з метою досягнення рівноважного стану;
- методичний підхід до розрахунку уточненого показника економічної активності, який дозволяє комплексно апроксимувати обсяг накопичення грошей, обумовлений трансакційним мотивом, і за результатами більшості статистичних тестів є більш якісним, ніж традиційні показники економічної активності.

Практичне значення одержаних результатів визначається обґрунтованими положеннями, висновками, запропонованими методами та практичними рекомендаціями, які містяться в дисертаційному дослідженні та можуть бути використані для розвитку методичного забезпечення формування рівноваги ГКР України.

Основні наукові результати автора використані у практичній діяльності Національного банку України, зокрема проведені автором дослідження можливостей використання правила Тейлора, з урахуванням спреду за державними облігаціями, були використані в Апараті Ради НБУ для аналізу монетарної політики Національного банку України за 2013 рік та протягом січня – березня 2014 року (довідка від 22.09.2014 № 10-011/53453).

Результати та висновки дисертаційного дослідження щодо обґрунтування системи показників для оцінки ключових факторів попиту на гроші в Україні, а також щодо запропонованого показника реального загального обсягу трансакцій, який дозволяє більш точно оцінити трансакційний попит на гроші, використовуються Генеральним департаментом грошово-кредитної політики в

процесі розробки проектів відповідних нормативно-правових актів Національного банку України у сфері ГКП (довідка від 22.09.2014 № 37-008/53337).

Науково-методичні підходи до моделювання взаємозв'язків між грошовими агрегатами та макроекономічними параметрами, а також між основними процентними ставками НБУ та рівноважними показниками реальної процентної ставки і реального ВВП, можуть бути застосовані для аналізу грошово-кредитних відносин на території Сумської області та прогнозування основних тенденцій їх розвитку (довідка Управління Національного банку України в Сумській області № 07-019/3085 від 27.03.2014).

Одержані результати дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні навчальних дисциплін: “Банківська система” та “Гроші і кредит” (акт про впровадження від 15.04.2014).

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

Апробація результатів дисертаційної роботи. Основні положення і результати наукового дослідження були оприлюднені та одержали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях і семінарах, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2012, 2013), VII Міжнародній науково-практичній конференції “Стратегія розвитку України в умовах глобальної інтеграції” (м. Сімферополь, 2013), Міжнародній науково-

практичній конференції “Трансформація національних моделей економічного розвитку в умовах глобалізації” (м. Київ, 2013), Міжнародній науково-практичній конференції “Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем” (м. Львів, 2014), Міжнародній науково-практичній конференції “Ринкові економічні механізми сталого розвитку: інноваційне та фінансове забезпечення” (м. Дніпропетровськ, 2014).

Публікації. Результати дисертаційного дослідження висвітлені у 14 наукових працях загальним обсягом 5,40 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,48 друк. арк., у тому числі: підрозділ у колективній монографії, 6 статей у наукових фахових виданнях України, 1 стаття у науковому виданні, включеному до міжнародних наукометричних баз, 6 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 241 сторінку, у тому числі: основного тексту 210 сторінок, 21 таблиця, 26 рисунків, 9 додатків і список літератури з 220 найменувань.



РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ

1.1 Значення рівноваги на фінансових ринках в посткризових умовах розвитку соціально-економічних процесів

Одним із основних драйверів розвитку економічної науки можна вважати прагнення науковців дійти до більш чіткого розуміння законів та закономірностей функціонування економіки, що, зокрема, дасть можливість підвищити ефективність функціонування економічної системи, у тому числі, за рахунок підвищення якості прогнозування економічних процесів та управління ними.

Домінуючий у науковій думці підхід до розуміння економічних явищ базується на гіпотезі про існування такого стану господарської системи, до якого вона постійно прагне. Саме тому ще з початку XVII століття дослідження сутності та механізму досягнення рівноважного стану в економіці залишалося однією із основних проблем економічної науки. Так, на думку Б. Фельдерера та Ш. Хомбурга [1, с. 24-26] поняття “рівновага” є вихідним у вченні про народне господарство і займає в ньому центральне місце. Незважаючи на це, дане поняття є одним з найбільш дискусійних в економіці.

Частота виникнення та масштаби наслідків світових економічних криз свідчать про обмеженість знань сучасних економістів та недостатню розробленість концепції економічної рівноваги. Основним джерелом кризових явищ виступають економічні відносини з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів на основі купівлі/продажу фінансових інструментів. Виходячи з цього, проблема визначення сутності рівноваги на фінансових ринках та механізму її досягнення не тільки не втрачає своєї

важливості, а навпаки набуває актуальності у посткризових умовах розвитку соціально-економічних процесів.

Рівновага на фінансових ринках є видовим поняттям відносно економічної рівноваги, тому наше дослідження пропонуємо розпочати з дослідження сутності поняття “економічна рівновага”

Виникнення та розвиток гіпотези про існування рівноваги у суспільних (у тому числі економічних) системах, ймовірно, ґрунтується на факті, що рівновага є одним із ключових атрибутів природних та штучних систем, де рівноважні стани є достатньо об’єктивними. Підтвердженням даної тези є поширення серед науковців думки, що поняття “рівновага” було запозичене із фізики (механіки, термодинаміки) та хімії [2, с. 156; 3, с. 645].

Таке розуміння рівноваги прослідковується у визначеннях багатьох науковців, що займалися дослідженням рівноважних станів в економіці [4, с. 645, 5, 6]. Зокрема, Г. Бетс, Б. Брайдлі та С. Уільямс [7] економічною рівновагою вважають ситуацію, в якій всі фактори, що впливають на економічну змінну, повністю врівноважують один одного таким чином, що змінна величина в результаті не змінюється.

Таким чином, за такого підходу синонімом поняття “рівновага” є збалансованість. При цьому найчастіше різноспрямованими силами економісти вважають попит та пропозицію, а економічними змінними найчастіше виступають ціна та кількість економічних благ. Так, П. Самуельсон та В. Нордхаус [8, с. 48] ринковою рівновагою вважають ситуацію, при якій наміри різних покупців і продавців урівноважені, тобто ринок встановлює рівноважну ціну, яка одночасно задовольняє бажання продавців і покупців.

Цікавим є те, що в економічній літературі [9] рівноважними також вважаються дві нестандартні ситуації:

– відсутність згоди за ціною – ситуація, коли виробники згодні поставити на ринок товар, а споживачі згодні його купити, але не знаходиться згоди між ними з приводу ціни;

– відсутність згоди з приводу обсягу купівлі/продажу – ситуація, коли виробники згодні поставити на ринок товар, а споживачі згодні його купити, однак у такому обсязі, заради якого виробники не знаходять доцільним виходити на даний ринок.

В.Г. Чаплигін вважає, що будь-яку економічну проблему можна сформулювати таким чином, що рівновага буде являти собою певний стан системи, при якому задовольняються умови, які називаються “умовами рівноваги” [10].

У рамках зазначеного підходу пропонуємо виділити ознаки досягнення рівноважного стану в економіці. Так, розглянуті вище підходи до визначення економічної рівноваги, на наш погляд, містять дві суттєві її ознаки. По-перше, індикатором рівноважного стану в економіці виступає стабільність (незмінність) певних економічних змінних (зокрема, ціни). По-друге, у стані рівноваги наміри економічних агентів є збалансованими (урівноваженими).

Виходячи з того, що у стані рівноваги наміри економічних агентів є збалансованими, у них не виникає спонукальних мотивів змінювати свою поведінку. Отже, відсутність у економічних агентів спонукальних мотивів змінювати свою поведінку будемо вважати третьою ознакою рівноважного стану.

Щодо першої ознаки економічної рівноваги, то, на нашу думку, недоцільно розглядати рівновагу як статичне явище, тобто без урахування фактору часу. Це значно спрощує реальність, оскільки статична стабільність економічних змінних протягом достатньо довгого періоду часу майже не спостерігається. Отже варто уточнити першу ознаку економічної рівноваги: індикатором рівноважного стану в економіці виступає динамічна стабільність певних економічних змінних внаслідок збалансованого і пропорційного розвитку суспільного виробництва, обміну, розподілу та споживання матеріальних і духовних благ.

У свою чергу, абсолютизувати збалансованість та пропорційність динаміки економічних змінних також не виявляється доцільним. Виходячи з

цього, ми повністю погоджуємося з думкою науковців [11, с. 283; 12, с. 17; 13; 14], які розглядають рівновагу як постійний діалектичний взаємозв'язок рівноважних і нерівноважних станів (стан “рівновага – нерівновага”). Т.С. Клебанова зазначає, що стійка економічна система постійно знаходиться у стані динамічної рівноваги, вона безперервно коливається щодо положення рівноваги, що є не тільки її специфічною властивістю, але й умовою безперервного виникнення суперечностей як рушійних сил еволюції [12].

Деякі науковці [1, 15] вважають, що економічна система знаходиться в рівновазі тоді, коли ендогенні змінні (при стабільних екзогенних змінних) не змінюються протягом певного часу. Наприклад, І. Чіркова під рівноважним станом економічної системи пропонує розуміти такий її стан, при якому значення обраних параметрів економічної системи залишаються незмінними при відсутності впливу зовнішнього середовища [15].

Однак, наведені визначення побудовані на припущеннях, які, на нашу думку, значно спрощують реальність:

- 1) вони спираються на можливість “відсутності впливу зовнішнього середовища на економічну систему”;
- 2) вони апелюють до концепції абсолютної економічної рівноваги, критичні зауваження відносно якої було наведено раніше.

Виходячи з цього, ми погоджуємося з думкою Т.С. Клебанової, що економічні системи є відкритими і перебувають під постійним впливом динамічного зовнішнього середовища, внаслідок чого вони рідко знаходяться в стійкому, рівноважному стані [12].

Стійкістю рівноваги В.М. Гальперин називає здатність ринку, виведеного зі стану рівноваги, знову повернутися до рівноваги під впливом лише своїх внутрішніх сил [16]. Схоже визначення надається у підручнику з моделювання економічної динаміки [12], де під стійкістю розуміється здатність системи повертатися до рівноважного стану, якщо вона була з нього виведена під впливом зовнішнього середовища.

Раніше нами було визначено, що індикатором рівноважного стану в економіці виступає динамічна стабільність певних економічних змінних внаслідок збалансованого і пропорційного розвитку суспільного виробництва, обміну, розподілу та споживання матеріальних і духовних благ (перша уточнена ознака рівноваги). Отже, поняття стійкість доцільно застосовувати також до розвитку економічної системи, а саме – як здатність системи незначно відхилитися від заданої траєкторії розвитку під впливом зовнішнього середовища.

Р.М. Нуреев зазначає, що стійкість рівноваги може бути абсолютною або відносною (рис. 1.1). Абсолютна рівновага має місце в разі встановлення після відхилення цін єдиної рівноважної ціни, відносна – при невеликих відхиленнях від неї [17].

Іншими словами, якщо рівновага є абсолютно стійкою, то значення змінної повертається до початкового рівноважного стану після його відхилення внаслідок дії зовнішніх сил. У випадку існування відносно стійкої рівноваги, змінна після відхилення набуває нового рівноважного значення, яке незначно відрізняється від початкового.

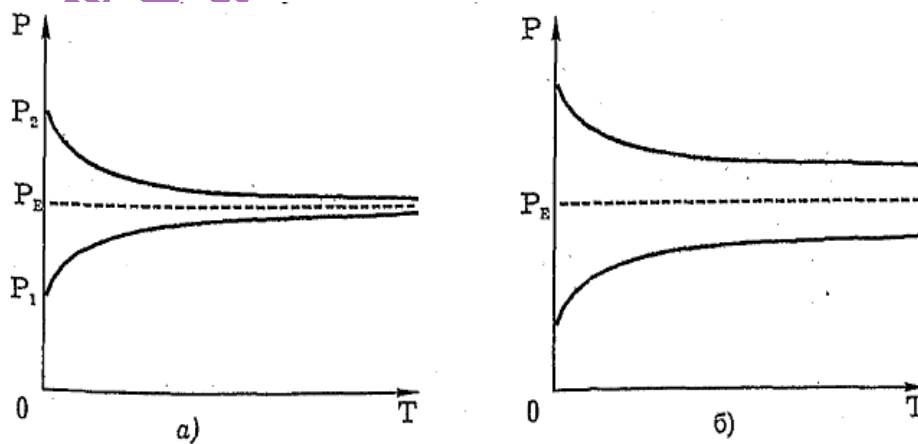


Рисунок 1.1 – Абсолютно (а) та відносно (б) стійка рівновага [17]

Якщо рівновага досягається лише в певних межах коливання ціни, то говорять про локальну стійкість. Якщо ж рівновага встановлюється при будь-

яких відхиленнях цін від рівноважної ціни, то стійкість носить глобальний характер (рис. 1.2) [17].

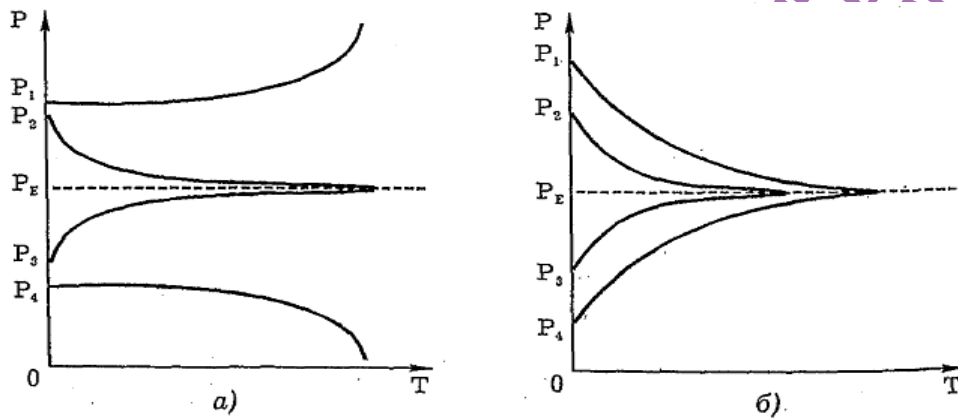


Рисунок 1.2 – Локальна (а) та глобальна (б) стійкість рівноваги [17]

Ми погоджуємося з думкою, що дослідження феномену економічної рівноваги доцільно проводити з урахуванням сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів, яка, на відміну від класичної (лінійної) парадигми, стверджує, що природні (а також економічні) системи характеризуються наступними особливостями [12]:

1) завдяки нелінійності має силу найважливіший принцип “розростання малого”, або “посилення збурень”: за певних умов нелінійність може робити малі початкові відхилення значними, суттєвими за наслідками;

2) певні класи нелінійних систем демонструють порогову чутливість: нижче порогу коливання системи навколо положення рівноваги є затухаючими, а вище порога, навпроти, багаторазово посилюються;

3) нелінійність породжує дискретність шляхів еволюції систем: у певному середовищі можливий не будь-який шлях еволюції системи, а лише певний спектр цих шляхів;

4) нелінійність означає можливість несподіваних, так званих емерджентних змін напрямів протікання процесів, що робить принципово ненадійними і недостатніми прогнози.

Більше того, виходячи з концепції нелінійності, необхідно враховувати, що відхилення системи від рівноважного стану може бути викликано не лише впливом зовнішнього середовища, як розглядалося раніше, але й ускладненням або деградацією її внутрішньої структури.

З урахуванням цього доцільно виділяти стаціонарні та нестаціонарні системи. Усі процеси, що протікають у стаціонарній системі є стаціонарними, (тобто їх властивості не змінюються з часом), а в нестаціонарній існує хоча б один нестаціонарний процес. Однак, Т.С. Клебанова наголошує, що рівновага є властивістю стану системи, стійкість – властивістю самої системи, а стаціонарність – властивістю процесів, що відбуваються у системі [12].

Отже, виникнення ситуації глобальної економічної рівноваги на практиці є малоімовірною, виходячи з чого, пропонуємо додатково уточнити першу ознаку економічної рівноваги: індикатором рівноважного стану в економіці виступає локальна динамічна стійкість певних економічних змінних.

Врахування феномену порогової чутливості нелінійних систем прослідковується у визначенні поняття граничної рівноваги – такого ступеню економічної рівноваги, який передує кризовим явищам у світовому господарстві [18]. Неминуча після досягнення граничної рівноваги криза являє собою не що інше, як перехід до нової рівноваги, з новими параметрами та компонентами. Додатково зазначимо, що згідно із “законом найменших”, за О. Богдановим, гранична рівновага системи визначається її найслабшою ланкою.

Виходячи з цього, а також з урахуванням уточнення першої ознаки, пропонуємо ввести четверту ознаку економічної рівноваги: досягнення економічними змінними певних граничних значень (вихід за рамки локальності) спричиняє перехід до нової рівноваги, з новими параметрами та компонентами.

Дана теза знаходить своє підтвердження у визначенні П. Самуельсона та В. Нордхауса, які вважають, що рівновага – це такий стан економіки, при якому зберігається здатність її до саморегулювання: у випадку відхилення

економічної системи від збалансованого стану в дію автоматично включаються сили, які намагаються відновити порушені структурні зв'язки [8].

Отже, проблема стійкості має не тільки економічне значення. Якщо рівновага має властивість стійкості, то додаткове регулювання ринку представляється необов'язковим, ринок сам підтримує свою збалансованість. Якщо ж рівновага не має властивість стійкості, то регулювання його стає необхідним.

Деякі вчені взагалі дотримуються нормативного трактування рівноваги, ототожнюючи її з бажаним станом економічної системи, що зафіксований у законодавстві [1]. Схожою є позиція І. Чіркової, яка вважає, що для тлумачення поняття “економічна рівновага” доцільно використовувати концепцію цільової детермінації системи. Під цільовою детермінацією системи розуміється її детермінація кінцевим станом, що обумовлює напрямок руху системи до стану рівноваги [15].

На нашу думку, недоцільно ототожнювати нормативну та позитивну рівновагу, оскільки на практиці економічна система об'єктивно може досягти рівноважного стану, параметри якого будуть відрізнятися від закріплених у законодавстві як орієнтири проведення економічної політики.

Дослідженню сил, “які намагаються відновити порушені структурні зв'язки”, присвячені праці багатьох економістів, однак, незважаючи на це, можна констатувати відсутність єдиної концепції економічної рівноваги.

Найбільш поширеною (без перебільшення – класичною) в економічній науці є концепція конкурентної рівноваги, відповідно до положень якої стан економічної рівноваги досягається під впливом конкуренції між економічними агентами. Концептуальні засади теорії економічної рівноваги були сформульовані в XIX – першій половині XX ст. у працях західних економістів А. Курно, Л. Вальраса, В. Джевонса, А. Маршалла. Сучасні інтерпретації здійснені теоретиками неокласичного синтезу – американськими авторами Дж. Хіксом і П. Самуельсоном [18].

Механізм врівноваження у рамках концепції конкурентної рівноваги передбачає одночасне досягнення рівноваги на двох рівнях.

На першому рівні, мікрорівні, формується рівноважна поведінка елементів економічної системи – економічних агентів, якими є фірми (виробники благ) і домогосподарства (споживачі благ, постачальники трудових послуг). Поведінка агентів пояснюється і розуміється як деяка форма оптимізації з урахуванням обмежень. Тобто діяльність економічних агентів спрямована на максимізацію певної цільової функції з урахуванням існуючих обмежень. Виходячи з цього, рівноважним станом агента вважається досягнення максимуму цільової функції.

Так, рівновагою споживача вважається оптимальний набір товарів, який максимізує корисність при певному рівні бюджету (доходу) споживача [19].

Функція корисності максимізується в тому випадку, коли грошовий дохід споживача розподіляється таким чином, що кожна остання грошова одиниця, витрачена на придбання будь-якого блага (або збережена), приносить однакову граничну корисність:

1) для всіх товарів А, В, ..., Z, які споживач купує на ринку, має місце:

$$\frac{MU_a}{P_a} = \frac{MU_b}{P_b} = \frac{MU_c}{P_c} = \dots = \lambda, \quad (1.1)$$

де MU_A , MU_B , MU_C – граничні корисності відповідних товарів;

λ – деяка величина, що характеризує граничну корисність грошей.

2) для всіх товарів Y, Z, , що не купуються споживачем, має місце:

$$\frac{MU_y}{P_y} \leq \lambda, \frac{MU_z}{P_z} \leq \lambda, \quad (1.2)$$

Отже, максимізація корисності при заданому бюджетному обмеженні виступає моделлю раціональної поведінки споживача. Як тільки споживач



отримує такий набір, у нього зникають стимули замінювати його на інший – досягається стан рівноваги.

Моделлю раціональної поведінки фірми, у свою чергу, вважається максимізація прибутку при заданому бюджетному обмеженні з урахуванням існуючої технології виробництва. Умову рівноваги виробника можна сформулювати й іншим чином: досягнення мінімуму витрат для заданого рівня виробництва внаслідок використання такої комбінації ресурсів, для якої граничні продуктивності ресурсів пропорційні їхнім цінам, або відношення граничного продукту фактора до його ціни однакове для всіх вхідних ресурсів [20].

На макрорівні розглядається взаємодія зазначених економічних агентів, поведінка яких узагальнюється кривими попиту та пропозиції. Рівновага досягається в точках перетину цих кривих. Рівноважна (конкурентна) ціна визначається як ціна, за якої обсяг пропозиції дорівнює обсягу попиту, а рівноважним обсягом називають обсяг пропозиції, при якому гранична оцінка товару покупцями дорівнює ціні граничної поставки, що є для конкуруючих між собою виробників гранично високою собівартістю [21]. Вважається, що така рівновага відрізняється стійкістю, оскільки передбачається, що жодна зі сторін на ринку не буде намагатися продавати або купувати за якої-небудь іншою, відмінною від рівноважної, ціною.

Механізм встановлення рівноваги на ринку розглядався А. Маршаллом і Л. Вальрасом. Метод Л. Вальраса ґрунтується на зміні динаміки ціни в напрямку досягнення стану рівноваги. Так, надлишок пропозиції буде здійснювати понижувальний тиск на ціну через конкуренцію продавців. Надлишок попиту буде підвищувати ціну через конкуренцію покупців.

Підхід А. Маршалла базується на зміні динаміки обсягів товару. Суть його в тому, що рівновага на ринку складається не під впливом тиску надлишків попиту і пропозиції, а під впливом перевищення ціни попиту над ціною пропозиції чи, навпаки, ціни пропозиції над ціною попиту, на що

продавці реагують відповідно збільшенням або скороченням обсягу пропозиції [16].

Тобто Л. Вальрас розробив “ модель корекції ринкових цін”, у той час як А. Маршалл – “модель корекції випуску” [20].

У мікроекономічній теорії найпростішою формою аналізу конкурентної рівноваги є розгляд рівноважного стану одного ринку. У зв'язку з тим, що в даному випадку вплив всіх інших секторів економіки виключається, такий аналіз називається аналізом часткової рівноваги (partial equilibrium). Часткова рівновага формується на трьох основних ринках: ринку кінцевих продуктів, ринку факторів виробництва (праці і капіталу), фінансовому ринку [13].

Вплив змін ринкової ситуації на одному ринку на інші ринки простежується за допомогою аналізу загальної рівноваги, коли ціни й обсяги продажів визначаються на всіх ринках одночасно з врахуванням ефекту зворотних зв'язків. Ефект зворотного зв'язку відбиває зміни часткової рівноваги на даному ринку в результаті змін, що виникають на споріднених ринках під впливом початкових змін на даному ринку. Отже, загальна рівновага – рівновага, що виникає в результаті взаємодії всіх ринків, коли зміна попиту або пропозиції на одному ринку впливає на рівноважні ціни й обсяги продажів на всіх ринках [20]. Стан загальної рівноваги (general equilibrium) припускає, що на всіх ринках одночасно попит і пропозиція збалансовані між собою [21].

Отже, класична концепція конкурентної рівноваги виходить з передумов досконалої конкуренції і відсутності дефектів ринку. У реальній економіці спостерігаються різні порушення цих вимог.

У економічній літературі виділяються наступні основні дефекти ринку [19, 20]:

а) циклічний характер розвитку економіки (економічний цикл демонструє неспроможність ринку забезпечити безперервне економічне зростання, негативно позначається на зайнятості населення, викликають інфляцію, погіршують добробут широких верств населення);

б) монопольна влада (зумовлює неефективний розподіл ресурсів між галузями та виробниками, деформує механізм конкуренції, скорочуючи обсяги виробництва та штучно завищуючи ціни на продукцію);

в) недостатня інформованість ринкових суб'єктів (асиметричність інформації обумовлює неспроможність ринку, яка може проявитись витісненням низькоякісними, але дешевшими товарами високоякісних, хоча й дещо дорожчих, породжує моральний ризик, збільшує витрати фірм на пошук і обробку інформації);

г) неспроможність забезпечити виробництво суспільних благ (виробництво цих благ потребує значних витрат, але неможливо знайти жодного стимулу, який спонукав би кожного громадянина купити свою частку);

д) екстерналії, або зовнішні ефекти виробничої діяльності (витрати або вигоди, які дістаються третім особам, котрі не беруть участі в ринкових угодах);

е) нерівномірний розподіл насущних благ, що суперечить принципу справедливості (поняття ефективності і справедливості в ринковій економіці виступають як протилежні).

Зазначимо, що такий дефект ринку, як наявність монопольної влади намагалися врахувати у концепції економічної рівноваги Дж. Робінсон і Е. Чемберлін, аналізуючи проблему ринкової рівноваги в умовах недосконалої конкуренції. Причини порушення рівноваги розглядав Дж. Кларк.

Крім того, найбільш поширеною концепцією економічної рівноваги, що є альтернативою концепції конкурентної рівноваги і використовується в умовах недосконалої конкуренції та наявності стратегічного елементу у поведінці економічних агентів, є рівновага Неша. Рівновагою Неша теорії ігор називається тип рішень гри двох і більше гравців, у якому жоден учасник не може збільшити виграш, змінивши своє рішення в односторонньому порядку, коли інші учасники не змінюють свого рішення. Використання рівноваги за Нешем продемонстровано в моделях дуополії Курно, Бертрана, Еджуорта, Штакельберга.

Силою, яка перешкоджає відхиленням від рівноважного стану, а також намагається відновити рівновагу таких відхилень, як у теорії ігор, так і у теорії конкурентної рівноваги вважається раціональна поведінка економічних агентів – їх прагнення максимізувати результат в умовах обмежених ресурсів. При цьому вважається, що всі економічні агенти усвідомлюють свої цілі і здатні вибирати кращі рішення для їх досягнення миттєво, безпомилково і без будь-яких витрат.

Така ідеальна раціональність ставиться під сумнів багатьма дослідниками. Так, Г. Саймон вважає, що більшість людей раціональні тільки частково, і навпаки – емоційні або ірраціональні в інших ситуаціях. Вони лише прагнуть діяти раціонально, однак в дійсності здатні на це лише в обмеженій мірі [22, 23]. Згідно з концепцією обмеженої раціональності (bounded rationality) визначальними принципами економічної поведінки стають орієнтація на середню думку, “тваринне чуття” (animal spirit), інстинкти, азарт, звички, традиції і т.д. [24].

Сутність обмеженої економічної раціональності дуже точно виражають слова Ф. Найта: “Раціонально вести себе нераціонально, коли витрати раціональності занадто великі” [25].

На думку Х. Диксона, класична концепція формальної раціональності не спроможна пояснити помилки, що допускаються економічними агентами і спричиняють відхилення від рівноважного стану, оскільки формальна раціональність відірвана від процедури прийняття економічних рішень – вона спрямована тільки на результат (максимізацію певної функції з урахуванням обмежень) [26]. Науковець зазначає, що найчастіше помилки економічних агентів виникають внаслідок недосконалості процедури генерування економічного вибору, що провокує невірні економічні рішення і дії.

Дана позиція повністю корелює з думкою Г. Саймона, що слід приймати до розрахунку “не тільки раціональність вибору, але і раціональність процедур, що використовуються для прийняття рішень” [22]. Оскільки інтелект (обчислювальні здібності) і увага є обмеженим ресурсом, а людський розум не

здатний врахувати всі чинники, що впливають на прийняття рішення, то дослідженнях рівноваги доцільно базувати на існуванні більш слабкої, ніж раціональність, концепції розумності економічних агентів.

Такі послаблення з метою доповнення і приведення класичної моделі раціональності у більшу відповідність з реальністю, на думку Г. Саймона [22] та інших науковців [26, 27], можуть відбуватися за декількома напрямками:

1) зміна виду цільової функції (максимізація (як пошук єдиного найкращого варіанту) може замінюватися на пошук прийняттого рішення (satisficing) – варіанту, що задовольняє порогу мінімальної достатності; застосування епсілон-рівноваги у теорії ігор);

2) зміна аргументу цільової функції (наприклад, максимізація прибутку замінюється на максимізацію продажів, темпів зростання або розмірів фірми тощо);

3) переведення певних економічних понять, які раніше вважалися об'єктивними у категорію суб'єктивних (суб'єктивна ймовірність, ризик тощо);

4) застосування економічних законів до усередненої або агрегованої поведінки економічних агентів.

Отже, за допомогою зазначених послаблень (зокрема першого) науковці намагаються врахувати у концепції економічної рівноваги такий дефект ринку, як недостатня інформованість суб'єктів ринку: у певних випадках економічним агентам доцільно (раціонально) приймати субоптимальні рішення з урахуванням високих транзакційних витрат на пошук та обробку інформації, необхідної для прийняття оптимального рішення. Зазначимо, що у даному випадку припускається існування множинної рівноваги, оскільки можливе існування декількох прийнятних рішень (що задовольняють порогу мінімальної достатності).

Дефект асиметрії інформації також враховується у моделі сигнальної рівноваги М. Спенса [28], яка передбачає, що поведінка економічних агентів враховує певні “сигнали”, які генеруються іншими агентами (наприклад, наявність вищої освіти – сигнал роботодавцю про високу кваліфікацію і

продуктивність робітника, відомий бренд – сигнал споживачам про високу якість товарів, виплата дивідендів – сигнал інвесторам про очікувані високі прибутки фірми тощо). Внаслідок того, що сигнали не завжди підтверджуються з часом на практиці (не відповідають об'єктивній реальності), агенти припускаються помилок, тобто їх поведінка не є раціональною у класичному розумінні. З іншого боку, поведінку економічних агентів можна вважати раціональною, оскільки помилки генеруються саме асиметрією інформації, а не вадами у процедурі прийняття рішень.

На думку Х. Діксона, поведінка економічних агентів в реальності обумовлюється переконаннями (beliefs), які є статистично оптимальними з урахуванням наявної інформації, а не оптимальними з точки зору максимізації корисності [26]. Якщо переконання не підтверджуються на практиці, економічні агенти змінюють свою поведінку з метою корекції помилок, якщо підтверджуються – у агентів не виникає стимулів змінювати свою поведінку (що відповідає третій ознаці стану економічної рівноваги, що була розглянута раніше). Таким чином, ми погоджуємося з думкою Х. Діксона, що однією з ознак рівноважного стану (у нашому дослідженні – п'ятою ознакою) слід вважати відсутність у економічних агентів ініціатив до зміни власних переконань.

Підкреслимо, що у даному випадку такі ініціативи відсутні внаслідок того, що переконання є статистично підтвердженими з урахуванням усієї наявної інформації.

У рамках даної концепції існують декілька гіпотез, які дещо по-різному пояснюють помилки у поведінці економічних агентів, а відповідно – причини відхилення від рівноваги.

Так, згідно з гіпотезою адаптивних очікувань прогноз значень економічних змінних базується на ретроспективній інформації. Якщо очікування не збігаються з реальністю, у новому прогнозі буде проведено коригування, проте не відразу, а поступово.

З іншого боку, гіпотеза раціональних очікувань, розроблена Дж.Ф. Мутом, Р. Лукасом, К. Сімсом, Т. Сарджентом та іншими науковцями, передбачає формування очікувань економічних агентів з урахуванням не тільки ретроспективної, але й всієї наявної інформації. При раціональних очікуваннях агенти економічних відносин не роблять помилок у прогнозах (наприклад, через те, що вони ще не навчилися правильно прогнозувати, обмеженість обчислювальних здібностей тощо). Розбіжності з реальністю виникають в силу існування об'єктивної невизначеності, закладеної в самій економічній системі [27]. Таким чином, раціональність очікувань залежить від стабільності економічного середовища: у стабільному середовищі легше прогнозувати коректно, що сприяє досягненню рівноваги. Зауважимо, що дана гіпотеза застосовується до “агрегованих очікувань”, а не очікувань окремих агентів.

За результатами проведеного дослідження можна констатувати наявність плюралізму поглядів щодо сутності економічної рівноваги та механізму досягнення рівноважних станів, які відображують різні підходи до сприйняття світу (табл. 1.1).

Таблиця 1.1 – Групування підходів до визначення сутності поняття “економічна рівновага”

№	Сутність підходу	Типове визначення	Представники
1.	Економічна рівновага як баланс попиту та пропозиції	Ситуація відповідності між обсягами та структурою попиту та пропозиції	Б. Фельдерер, Ш. Хомбург [1], Л.І. Лопатніков [5], П. Самуельсон, В Нордхаус [8], В.П. Гавриш [13], Ф.С. Мишкін [29]
2.	Економічна рівновага – як баланс різноспрямованих економічних сил	Ситуація, яка характеризується взаємодією різноспрямованих сил, вплив яких взаємно погашається таким чином, що властивості системи залишаються незмінними	Л.І Абалкін [4], Г. Бетс, Б. Брайндлі, С. Уільямс [7], Б. Райзберг, Л. Лозовський, О. Стародубцева [6]
3.	Рівновага як сукупність умов (ознак)	Стан системи, при якому задовольняються умови, які називаються «умовами рівноваги»	В. Г. Чаплигін [10], Х. Діксон [26]

4.	Рівновага як стан спокою (статика) системи	Стан системи, при якому значення обраних параметрів економічної системи залишаються незмінними при відсутності впливу зовнішнього середовища	Б. Фельдерер, Ш. Хомбург [1], І. Чіркова [15]
5.	Рівновага як ситуація відсутності стимулів до змін	Ситуація, коли економічні агенти або їх агрегати (наприклад ринки) не мають спонукальних причин до зміни своєї поведінки	Г. Макміллан [2], Велика енциклопедія [3], Дж. Блек [21]
6.	Рівновага як стан «рівновага – нерівновага»	Властивість системі, такий її стан, до якого вона прагне, безперервно коливається щодо положення рівноваги	В.Д. Камаєв [11], Т.С. Клебанова [12], В.П. Гавриш [13]
7.	Рівновага як порогова чутливість	Стан економіки, при якому зберігається здатність її до саморегулювання	П. Самуельсон, В Нордхаус [8], А.Г. Савченко [18]
8.	Рівновага як метод економічного аналізу та прогнозування	Фундаментальний економічний інструмент економічного аналізу. Метод вирішення економічних моделей. Екстремум деякої цільової функції.	Г. Бетс, Б. Брайндлі, С. Уільямс [7], Велика Радянська Енциклопедія [14], І. Чіркова [15], Х. Діксон [26]
9.	Рівновага як цільова детермінанта системи	Бажаний стан, параметри якого закріплені у законодавстві як орієнтири проведення економічної політики	Б. Фельдерер, Ш. Хомбург [1], І. Чіркова [15]

З таблиці 1.1 видно, що підходи до визначення сутності поняття “економічна рівновага” не створюють протиріч один одному, а скоріше, навпаки, є взаємодоповнюючими.

На основі різноманітних концепцій рівноваги економісти намагаються пояснити процеси розвитку та флуктуації економічної системи у цілому та її окремих елементів. Так, Г. Бетс, Б. Брайндлі та С. Уільямс вважають, що рівновага є фундаментальним інструментом економічного аналізу, оскільки без нього неможливо передбачити, яке значення прийме змінна величина [7]. Аналогічну точку зору висловлює Х. Діксон: “Рівновага є методом вирішення економічних моделей” [26]. При цьому, поширеною є думка, що різноманітні концепції рівноваги не являють собою теорії у строгому розумінні: поняття рівноваги використовується як загальний пояснюючий принцип [14].

Різноманіття концепцій економічної рівноваги обумовлює існування плюралізму видів рівноважних станів. Виходячи з того, що уточнення класифікації рівноважних станів в економіці не висувалося як завдання даного

дослідження, у Додатку А ми згрупували лише ті види рівноваги, які було розглянуто в процесі вивчення її сутності. Для більш детального вивчення видів економічної рівноваги пропонуємо звернутися, наприклад, до роботи Т.Г. Савченка [30].

Рівновага на грошовому ринку розглядається більшістю науковців як ситуація збалансованості попиту на гроші та їх пропозиції, тобто рівність кількості грошей, яку економічні агенти хочуть мати в портфелі своїх активів, кількості грошей, що пропонуються банківською системою в умовах проведення відповідної грошово-кредитної політики. При цьому своєрідною ціною грошей (а скоріше – їх альтернативною вартістю) виступає рівень процентної ставки.

Обсяг пропозиції визначається обсягом грошової маси, що перебуває в обігу, та напряду залежить від тактичних цілей грошово-кредитної політики, що проводиться центральним банком країни. Окрім того, основними чинниками пропозиції грошей виступають ступінь незалежності головного емісійного центру країни, рівень наукової обґрунтованості кредитно-грошової політики, стан платіжного балансу, наявність дефіциту державного бюджету і правові обмеження щодо джерел його покриття, політичні чинники тощо [31].

У свою чергу, основними факторами попиту на гроші виступають обсяг виробництва, рівень цін, швидкість обігу грошей, схильність суб'єктів економіки до заощаджень, очікування домогосподарств щодо темпів інфляції тощо [31 – 34].

Отже, під впливом зазначених факторів відбувається балансування попиту та пропозиції грошей, в результаті чого досягається рівновага. Стійкість рівноважного стану на грошовому ринку забезпечується також дією автоматичних стабілізаторів, серед яких основними є ціновий стабілізатор (знецінення грошей за надлишкової пропозиції грошей), зміна кредитного мультиплікатора, зміна швидкості обігу грошей [31, 32].

Необхідною передумовою збереження рівноваги на грошовому ринку вважається дотримання рівності загальної маси заощаджень, що надійшла на

грошовий ринок, та суми приросту інвестицій та державних позик, розміщених на грошовому ринку [33, 34]

Дана теза покладена в основу моделі IS-LM, що розроблена англійськими економістами Дж. Хіксом та Е. Хансеном і вважається одним із ключових методичних підходів до дослідження спільної рівноваги грошового ринку (крива LM) та товарного ринку (крива IS). Дана модель більш детально буде розглянута у наступному підрозділі даної роботи.

Як було зазначено, рушійними силами, що спрямовують економічну систему до рівноваги вважаються конкуренція та раціональна поведінка економічних агентів. Дана теза є справедливою відносно фінансового ринку, де зазначені сили існують у формі арбітражу (arbitrage) – купівлі і негайного продажу еквівалентних активів (валюти, депозитів, цінних паперів тощо) з метою отримання гарантованого прибутку за рахунок різниці в їх цінах. Саме арбітраж лежить в основі дії одного з фундаментальних законів фінансів – закону єдиної ціни, яким стверджується, що якщо на конкурентному ринку проводяться операції з рівноцінними (еквівалентними за своєю суттю, ризиком) активами, то їх ринкові ціни будуть прагнути до зближення з урахуванням трансакційних витрат [35].

У свою чергу, похідними від закону єдиної ціни виступають усі теорії паритетів фінансового ринку, що відображують зв'язок між окремими його сегментами.

Так, виразом довготривалого зв'язку інфляції і валютних курсів є паритет купівельної спроможності (PPP – purchasing power parity). Так, наприклад, в умовах інфляційного знецінення національної грошової одиниці економічні суб'єкти зазнають втрат, що скорочує їх попит на національну валюту [33]. Якщо темп зазначеного знецінення перевищує темп інфляції іноземної валюти, спостерігається підвищення попиту на іноземну валюту, оскільки економічні суб'єкти намагаються конвертувати в неї свої грошові запаси. Окрім того, зростання темпу інфляції в країні, що враховується при розрахунку реальних процентних ставок, призводить до зниження привабливості інвестування в

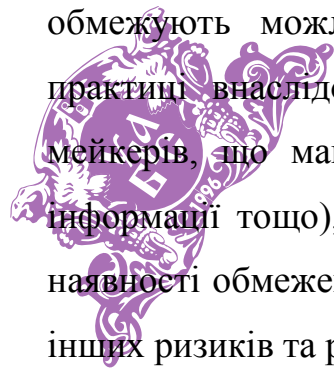
національну валюту і зменшення попиту на неї. Усі зазначені процеси призводять до девальвації національної валюти.

Паритет процентних ставок є виразом довготривалого зв'язку валютних курсів і процентних ставок та представляє собою стан рівноваги на фінансовому ринку, за якого інвестори будуть індиферентні до процентних ставок за банківськими депозитами у різних країнах з урахуванням втрат на конвертації валют.

Згідно з концепцією міжнародного ефекту І.Фішера, різниця реальних процентних ставок (тобто номінальних процентних ставок, скоригованих на темп інфляції) між двома країнами (процентний диференціал) безпосередньо визначає відносну привабливість національної валюти як інструмента інвестування. Перевищення надходженнями з-за кордону платежів за кордон складає позитивне сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у структурі платіжного балансу й призводить до зростання курсу національної валюти. Зворотна ситуація створює дефіцит зазначеного рахунку (негативне сальдо) і призводить до послаблення курсу національної валюти.

Варто зазначити, що для закону єдиної ціни, відповідно і вказаних паритетів, заснована на умовах досконалої конкуренції на фінансовому ринку, теорії ефективності фінансового ринку, раціональності поведінки економічних агентів, абсолютної мобільності капіталів і досконалої взаємозамінності вітчизняних та зарубіжних активів. Як зазначалося вище, вказані припущення обмежують можливість застосування зазначених концепцій рівноваги на практиці внаслідок існування дефектів ринку (зокрема, існування маркет-мейкерів, що мають значний вплив на ціноутворення, наявності асиметрії інформації тощо), проявів нерациональності у поведінці економічних агентів, наявності обмежень щодо руху капіталу, різного рівня податків, політичних та інших ризиків та різної ліквідності подібних активів у різних країнах.

Відома концепція рівноваги на ринку капітальних активів з урахуванням ризику базується на моделі оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model). Дана модель була вперше розроблена нобелівським лауреатом



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

Вільямом Шарпом у 1964 році [36], а також незалежно від нього Джоном Літнером (1965 р.) і Яном Моссіном (1966 р.). Зазначена модель будується на теорії портфельного вибору Гаррі Марковіца.

За моделлю CAPM стан рівноваги на фінансовому ринку, коли всі інвестори формують найбільш вигідний для себе портфель, досягається за умов рівності граничної норми заміни між ризиком і доходом, що є однаковою для всіх інвесторів, і граничної норми трансформації ризику в прибутковість, яка, в свою чергу, повинна бути однаковою для всіх цінних паперів.

Якщо дана умова порушується, то інвестування в певний актив стає більш привабливим, виходячи зі співвідношення ризик – доходність. Відповідно інвестори намагатимуться збільшити обсяг такого активу у своєму портфелі, зменшуючи при цьому частки менш привабливих активів. Підвищення попиту на привабливі активи та зменшення на менш привабливі викликатиме відповідне зростання цін (зниження доходності) на привабливі активи та зниження цін (зростання доходності) на менш привабливі. Такі процеси поступово сприятимуть встановленню рівноважного стану на фінансовому ринку.

Рівноважна очікувана доходність цінних паперів у моделі визначається наступними факторами: безризиковою ставкою доходності, доходністю ринкового портфеля, ризиком (стандартним відхиленням прибутковості) ринкового портфеля і величиною коваріації між доходністю цінного паперу і доходністю ринкового портфеля. В умовах рівноваги всі перераховані фактори, за винятком останнього, однакові для всіх цінних паперів. Отже, відмінності в доходності цінних паперів визначаються за моделлю оцінки капітальних активів лише величиною коваріації між доходністю таких цінних паперів і прибутковістю ринкового портфеля. Останній показник часто нормується за величиною дисперсії доходності ринкового портфеля в результаті чого носить назву β -коефіцієнту фінансового активу, що характеризує ступінь систематичного ризику даного активу.

Різниця між фактичною очікуваною доходністю цінного паперу і рівноважної ставкою доходності називають α -коефіцієнтом фінансового активу:

$$r_i^e = \alpha_i + r_0 + \beta_i(r_m - r_0), \quad (1.3)$$

де r_i^e – фактичною очікувана доходність фінансового активу,

α_i , β_i – відповідно альфа та бета-коефіцієнти регресії, що характеризують даний фінансовий актив;

r_m – доходність ринкового портфеля;

r_0 – безризикова ставка доходності.

α_i показує надлишкову доходність даного фінансового активу (позитивну чи негативну), тобто наскільки даний актив переоцінюється або недооцінюється інвесторами, отже в умовах рівноваги величина α -коефіцієнту прямує до нуля.

Таким чином, за результатами проведеного дослідження можна сформулювати наступні висновки. По-перше, поняття рівноваги є одним з найбільш дискусійних в економіці, внаслідок чого єдиної концепції економічної рівноваги наразі не сформовано. Каталізатором розвитку старих та появи нових концепцій економічної рівноваги виступає прагнення економістів удосконалити “метод рівноваги” і за рахунок цього найбільш повно охопити економічні феномени. Акселерація даного процесу обумовлюється також появою і розвитком нових економічних феноменів (реальних та уявних) унаслідок постійної історичної трансформації економічних процесів та явищ.

По-друге, економічну рівновагу та, зокрема, рівновагу на фінансовому ринку доцільно визначити як певний стан економічної системи (фінансового ринку), що характеризується наступними ознаками:

1) спостерігається локальна динамічна стійкість певних економічних змінних;

2) досягнення економічними змінними певних граничних значень (вихід за рамки локальності) спричиняє перехід до нової рівноваги, з новими параметрами та компонентами;

3) наміри економічних агентів є збалансованими (урівноваженими);

4) у економічних агентів відсутні спонукальні мотиви змінювати свою поведінку (внаслідок досягнення оптимуму);

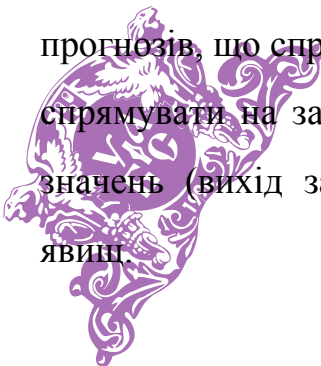
5) у економічних агентів відсутні ініціативи до зміни власних переконань (внаслідок підтвердження переконань усією наявною інформацією).

По-третє, у процесі здійснення управлінського впливу на параметри економічної системи та, зокрема, фінансового ринку з метою досягнення рівноважного стану доцільно враховувати такі аспекти:

1) відхилення системи від рівноважного стану може бути викликано не лише впливом зовнішнього середовища, але й ускладненням або деградацією її внутрішньої структури;

2) економічні агенти будують свою поведінку на основі очікувань та переконань з урахуванням наявної інформації, виходячи з чого формування економічних сигналів доцільно розглядати як один із дієвих інструментів досягнення рівноважного стану;

3) у стабільному середовищі ринок сам підтримує свою збалансованість (у тому числі внаслідок формування коректних економічних прогнозів, що сприяє досягненню рівноваги), тому зусилля управління доцільно спрямувати на запобігання досягненню економічними змінними їх граничних значень (вихід за рамки локальності), що спричиняє розгортання кризових явищ.



1.2 Рівновага грошово-кредитного ринку, як системна характеристика його функціонування

Перед всебічним аналізом наукових підходів щодо розуміння рівноваги грошово-кредитного ринку необхідно охарактеризувати межі та внутрішню структуру даного ринку. Зазначимо, що більш уживаним у закордонних наукових дослідженнях є поняття “грошовий ринок” (“money market”) [8; 40; 41; 42; 43; 44]. Даний ринок переважно трактують з позиції виокремлення фінансових інструментів, які на ньому обертаються: короткострокові (переважно до 1 року) боргові інструменти. Іноді зустрічаються досить широкі трактування поняття “грошовий ринок”, при формулюванні яких автори приймають за основу розуміння категорії “гроші” як об’єкту, щодо якого здійснюються операції купівлі-продажу на даному ринку [2; 45; 46].

Також зустрічаються визначення науковців країн СНД [6; 47; 48] та далекого зарубіжжя [46; 50], у яких надається більш узагальнене трактування грошового ринку з акцентом на депозитних та кредитних операціях, які, на думку цієї групи вчених, є найбільш важливою характеристикою даного ринку. Подібне трактування грошового ринку можна розглядати як компромісний підхід, що також дозволяє частково пояснити зміст поняття “грошово-кредитний ринок”. Останнє поняття переважно використовується науковцями країн СНД, що, на нашу думку, обумовлюється традиційно важливим значенням категорії “кредит” для планової економіки часів СРСР.

Поняття “грошовий ринок” та “грошово-кредитний ринок” у більшості вітчизняних економічних досліджень вживаються як тотожні. Даний підхід виправданий за умови, якщо об’єктом даних досліджень не є проблеми, вивчення яких передбачає чітке визначення меж та структури зазначених ринків. Об’єктом дослідження даної дисертаційної роботи виступатимуть суб’єкти грошово-кредитного ринку, як наслідок розробка авторського підходу

щодо трактування поняття “грошово-кредитний ринок” є одним із ключових завдань.

Поняття “грошово-кредитний ринок” використовується як у національній науковій літературі [51; 52], так і у вітчизняному законодавстві [53; 54; 55]. Однак, вітчизняні дослідники, активно використовуючи дане поняття, не наводять його достатнє теоретичне обґрунтування. Зокрема, відсутні наукові роботи, спрямовані на чітке визначення меж та внутрішньої структури (сегментів) грошово-кредитного ринку, а також його порівняльного аналізу із грошовим ринком.

Ми пропонуємо використати кілька підходів щодо дослідження меж та структури грошово-кредитного ринку: теоретичний, нормативний та емпіричний. У межах теоретичного підходу дослідимо визначення терміну “грошово-кредитний ринок” у науково-енциклопедичній літературі та проаналізуємо напрямки його використання у теоретичних наукових працях. Нормативний підхід передбачає вивчення особливостей застосування терміну “грошово-кредитний ринок” у нормативно-правових актах. Емпіричний підхід дозволяє вивчити порядок використання даного терміну у наукових роботах, звітах, аналітичних та інших публічних матеріалах працівників Національного банку України та інших центральних органів влади, до компетенції яких відноситься регулювання діяльності суб’єктів грошово-кредитного ринку.

Спочатку проведемо дослідження поняття “грошово-кредитний ринок” у межах *теоретичного підходу*. В англійській науковій та довідково-енциклопедичній літературі нам не вдалось віднайти аналоги поняттю “грошово-кредитний ринок”. Однак, досить багато публікацій присвячено дослідженню теоретичних аспектів та прикладних проблем функціонування грошового ринку (money market) [56]. У провідних країнах СНД (Росія, Казахстан, Білорусь) дане поняття іноді зустрічається у науковій літературі, однак практично не використовується у нормативно-правових актах та у офіційних матеріалах центральних банків даних держав.

У банківській енциклопедії за редакцією керівників НБУ [52, с. 134] зазначається, що у науковій літературі та на практиці грошовий ринок часто називають “грошово-кредитний ринок”. Також автори уточнюють, що з методологічної точки зору, грошово-кредитний ринок є лише частиною грошового ринку. Таким чином, перший напрямок у межах теоретичного підходу передбачає трактування грошово-кредитного ринку як частини грошового ринку. Однак, більш детальне визначення грошово-кредитного ринку в дані роботі не наводиться. Потрібно підкреслити, що у даному джерелі наводиться найбільш широке розуміння поняття “грошовий ринок” [52, с. 133], при визначенні даного поняття автори наводять посилання на роботи М.І. Савлука.

З нашої точки зору, при використанні комплексного (широкого) підходу до визначення поняття “грошовий ринок” видається логічною інтерпретація грошово-кредитного ринку як складової грошового ринку. Однак, якщо взяти до уваги існування інших підходів до визначення поняття “грошовий ринок” [56], які істотно звужують його межі, то твердження щодо необхідності трактування грошово-кредитного ринку як сегменту грошового ринку є не завжди обґрунтованим.

Другий напрямок дослідження сутності грошово-кредитного ринку, в межах теоретичного підходу, полягає у вивченні даного ринку з точки зору поєднання кредитного та грошового ринків. Оскільки поняття “грошовий ринок” досить детально розглядається нами у даному підрозділі, а також аналізувалось у наших публікаціях [56], зупинимось на вивченні поняття “кредитний ринок”. У великому економічному словнику за редакцією А.Н. Азріліяна зазначається, що кредитний ринок, це ринок позикових капіталів, який має два взаємопов’язаних сегмента – національний та міжнародний [47, с. 866]. Подібне визначення, у якому наголошується на тотожності понять “кредитний ринок” та “ринок позикових капіталів”. наводиться у словнику сучасних економічних термінів В.Н. Шимова [57, с. 542].

У свою чергу, при визначенні ринку позикових капіталів дослідники наголошують, що основною характеристикою даного ринку є специфічний об'єкт угод – грошовий капітал, який передається у позику [47, с. 868]. Інші вчені наголошують на структурі ринку позикових капіталів зазначаючи, що він складається із грошового ринку (здійснюються короткострокові операції для формування обігового капіталу суб'єктів господарювання) та ринку капіталів (здійснюються середньострокові та довгострокові операції для формування основного капіталу господарюючих суб'єктів) [48, с. 627; 6 с. 299]. Подібна логіка виокремлення сегментів ринку позикових капіталів за строковістю операцій, що на них здійснюються, також спостерігається при визначенні понять “грошовий ринок” [56; 58, с. 645] та “ринок капіталів” [57, с. 541].

Підсумовуючи даний напрямок дослідження, можна зазначити, що основним наслідком поєднання кредитного та грошового ринків, у контексті визначення сутності грошово-кредитного ринку, є збільшення строковості операцій, які можуть включатись до даного ринку. Дана теза обумовлена тим, що кредитний ринок ототожнюється з ринком позикових капіталів, а останній, за визначенням більшості науковців, включає у себе як короткостроковий, так і середньо та довгостроковий сегменти.

Третій напрямок трактування змісту поняття “грошово-кредитний ринок”, у межах теоретичного підходу, сформувався внаслідок поєднання термінів “гроші” та “кредит”. Дані терміни є базовими і їх окреме дослідження видається не доцільним.

Грунтуючись на загальновідомому змістовому навантаженні термінів “гроші” та “кредит” дослідники, при вивченні поняття “грошово-кредитний ринок”, звертають увагу на перерозподілі (шляхом кредитування) акумульованих фінансовими посередниками грошових коштів.

На наш погляд, механічне поєднання термінів “гроші” та “кредит” при визначенні змісту поняття “грошово-кредитний ринок” є не достатньо обґрунтованим оскільки не дозволяє чітко визначити межі та структуру грошово-кредитного ринку. Також необхідно зазначити, що будь-який із

підходів, проаналізованих у нашій роботі [56], передбачає трактування грошового ринку як з точки зору купівлі фінансових ресурсів (залучення депозитів, емісія цінних паперів і т.ін.), так і з точки зору їх продажу (надання кредитів, інвестування у цінні папери і т.ін.). Таким чином, поняття “грошовий ринок” іманентно включає у себе ключові характеристики термінів “гроші” та “кредит”.

За результатами вивчення теоретичного підходу нами встановлено, що поняття “грошово-кредитний ринок” переважно досліджується у взаємозв'язку із визначеннями інших фінансових ринків, які перебувають у постійній взаємодії. Однак, об'єктивне дослідження структури грошово-кредитного ринку у межах теоретичного підходу неможливе оскільки спосіб вирішення даного завдання безпосередньо залежатиме від визначення дослідниками структури інших складових фінансового ринку: грошового, кредитного, капіталів і т.ін. У свою чергу підходи науковців до обґрунтування меж зазначених фінансових ринків істотно різняться. На підтвердження даного висновку можна навести діаметрально протилежні визначення грошово-кредитного ринку, які досліджувались у межах теоретичного підходу: від трактування його як сегменту грошового ринку до трактування як ринку який поєднує грошовий ринок та ринок капіталів.

Як зазначалось вище, *нормативний підхід* до вивчення змісту та структури грошово-кредитного ринку передбачає аналіз нормативно-правових актів. У законах, які визначають порядок функціонування вітчизняної банківської системи не наводяться визначення понять “грошово-кредитний ринок” та “грошовий ринок”. Дані поняття не використовуються у Законі України “Про банки та банківську діяльність” від 07.12.2000 р. №2121-III. Однак, у статтях 1, 24, 51 та 52 закону “Про Національний банк України” [59], застосовується поняття “грошово-кредитний ринок”.

У зазначених статтях переважно йдеться про формування, реалізацію та аналіз результатів грошово-кредитної політики. Наприклад, у статті 1 при визначенні сутності облікової ставки Національного банку України

ззначається, що вона є для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтиром щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів. У статті 24 зазначається, що Національний банк інформує Верховну Раду України про Основні засади грошово-кредитної політики та стан грошово-кредитного ринку в державі. У статті 52 зафіксовано зобов'язання НБУ надавати інформацію щодо монетарних процесів та грошово-кредитного ринку на запит Кабінету Міністрів України, а також передбачено симетричне зобов'язання Кабінету Міністрів та інших центральних органів виконавчої влади на запит Національного банку надавати інформацію, що має вплив на монетарні процеси та грошово-кредитний ринок.

У даному законі використовується цілий ряд взаємопов'язаних термінів: грошово-кредитна політика, грошово-кредитні зобов'язання, грошово-кредитний ринок, грошово-кредитна статистика, грошово-кредитні відносини, грошово-кредитна сфера, грошово-кредитна діяльність. Причому визначення перших двох термінів наведено у статті 1 закону.

Грошово-кредитна політика трактується як комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених даним законом засобів та методів. Необхідно зазначити, що термін “грошово-кредитна політика” досить часто зустрічається у даному законі, зокрема, проблемам грошово-кредитної політики повністю присвячено четвертий розділ досліджуваного нормативного акту. Під грошово-кредитними зобов'язаннями розуміють валюту в обігу, фінансові вимоги до Національного банку України, за винятком зобов'язань Національного банку України перед Кабінетом Міністрів України та міжнародними фінансовими організаціями.

Поняття “грошово-кредитний ринок” також застосовується у багатьох підзаконних нормативних актах Національного банку: положення, правила, інструкції [53; 54; 55]. Наприклад, Правління НБУ на постійній основі приймає постанови “Про регулювання грошово-кредитного ринку”, у яких аналізує його поточний стан та визначає порядок використання інструментів грошово-

кредитної політики (обов'язкові резерви, процентні ставки НБУ, обсяги операцій із підтримки ліквідності і т.ін.) для регулювання кон'юнктури грошово-кредитного ринку. Наприклад, одна із останніх постанов "Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку" [55] стосувалась перегляду нормативів обов'язкового резервування для формування банками обов'язкових резервів.

Необхідно зазначити, що постанови щодо регулювання грошово-кредитного ринку почали прийматись НБУ відразу після введення національної грошової одиниці. Наприклад, перша така постанова №260 від 07.10.1996 р., яка мала назву "Питання регулювання грошово-кредитним ринком", стосувалась порядку використання інструментів монетарної політики та затверджувала положення про Раду з питань оперативного регулювання грошово-кредитного ринку. Тобто у нормативних документах НБУ поняття "грошово-кредитний ринок" використовується більше 16 років.

Таким чином, ключовим висновком у межах нормативного підходу є підтвердження безпосереднього взаємозв'язку між грошово-кредитним ринком та монетарною (грошово-кредитною політикою) Національного банку України. Також можна зазначити, що поняття "грошово-кредитний ринок" використовується у нормативних актах НБУ переважно для позначення сегменту фінансового ринку, на який може здійснювати безпосередній вплив центральний банк. Причому даний вплив в основному здійснюється за допомогою інструментарію грошово-кредитної політики.

Останнім застосуємо *емпіричний підхід*, що ґрунтується на вивченні практики застосування поняття "грошово-кредитний ринок" у сфері формування та реалізації монетарної політики України, а також застосування даного поняття у процесі реалізації інших видів державної економічної політики.

Поняття "грошово-кредитний ринок" активно використовується у наукових публікаціях фахівців НБУ. Наприклад, у статті керівників НБУ [51]

дане поняття використовується у процесі аналізу грошово-кредитної політики центрального банку.

Нашу тезу щодо істотного взаємозв'язку та взаємообумовленості грошово-кредитного ринку та грошово-кредитної політики НБУ підтверджують результати аналізу основних функцій структурних підрозділів центрального апарату Національного банку України [60]. Зокрема, до основних функцій Генерального департаменту грошово-кредитної політики відноситься здійснення аналізу, прогнозування та забезпечення процесу регулювання грошово-кредитного ринку.

У щомісячному документі “Основні тенденції грошово-кредитного ринку України” наводяться показники як роздрібного (обсяг, структура та вартість банківських кредитів та депозитів фізичних і юридичних осіб і т.ін.), так і оптового (рівень коррахунків та обсяг обов'язкових резервів банків, обсяг та вартість рефінансування банків, результати операцій з купівлі (продажу) державних облігацій України і т.ін.) сегментів грошово-кредитного ринку України. Причому зазначені вище показники наводяться за операціями у іноземній та національній валютах. Крім того, зазначаються узагальнюючі показники, які характеризують кон'юнктуру грошово-кредитного ринку: обсяг готівки поза банками, динаміка монетарної бази і грошової маси, рівень монетизації. Подібна інформація також наводиться у документі “Основні показники, що характеризують стан грошово-кредитного ринку” [60].

Крім того, на щомісячній основі на сайті НБУ та у друкованому виданні “Бюлетень Національного банку України” публікується грошово-кредитна статистика, яка відображає дані щодо вимог та зобов'язань сектору фінансових корпорацій та його підсекторів відносно інших секторів економіки країни та нерезидентів. На даний час, грошово-кредитною статистикою в Україні охоплюються банки, що діють на території України; страхові компанії; недержавні пенсійні фонди та інститути спільного інвестування (інвестиційні фонди); і не охоплюються інші фінансові корпорації (фінансові компанії, кредитні спілки і т.ін.) [61, с. 173-174]. Основним джерелом даних для

складання грошово-кредитної статистики є статистична звітність банків і НБУ, яка надається відповідно до постанови Правління Національного банку України від 19.03.2003 № 124 [62].

Грошово-кредитна та фінансова статистика України складається за міжнародними стандартами відповідно до “Керівництва з грошово-кредитної та фінансової статистики” (МВФ, 2000) та “Довідника зі складання грошово-кредитної статистики” (МВФ, 2008) [60]. Відповідно до Керівництва МВФ [63, с. 17-18] сектор фінансових корпорацій складається із п’яти підсекторів: центральний банк, інші депозитні корпорації, інші фінансові посередники за виключенням страхових корпорацій та пенсійних фондів; 4) страхові корпорації та пенсійні фонди; 5) допоміжні фінансові одиниці. Таким чином, можемо зробити висновок, що система грошово-кредитної статистики в Україні включає більшість, але не усі підсектори сектору фінансових корпорацій, які виділяються МВФ.

Активи та пасиви сектору фінансових корпорацій відповідно до національної практики [61, с. 175] та рекомендацій МВФ [63, с. 17-18] класифікуються за такими категоріями: монетарне золото і спеціальні права запозичення (СПЗ) (актив центрального банку); готівкові кошти і депозити; цінні папери, крім акцій; кредити; акції та інші форми участі в капіталі; страхові технічні резерви; похідні фінансові інструменти; інша дебіторська/кредиторська заборгованість.

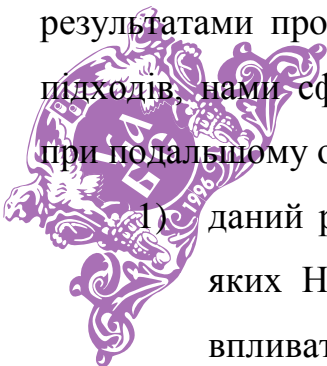
За результатами застосування емпіричного підходу ми підтвердили взаємозв’язок між грошово-кредитним ринком та монетарною (грошово-кредитною політикою) НБУ. Крім того, результати дослідження аналітичних та статистичних звітів Національного банку щодо стану та тенденцій розвитку грошово-кредитного ринку, дають підстави для висновків про досить широке трактування фахівцями НБУ меж грошово-кредитного ринку, який включає наступні складові: гривневу та валютну, оптову та роздрібну, а також ряд показників при розрахунку яких враховуються не лише результати банківських операцій, а й монетарні процеси що проходять поза банківською системою

(динаміка готівки поза банками, рівень монетизації, швидкість обігу грошей і т.ін.). Крім того, у межах грошово-кредитної статистики розкривається інформація про результати діяльності Національного банку України, зокрема, інформація щодо застосування інструментів грошово-кредитної політики; а також наводяться дані щодо діяльності інших фінансових корпорацій (страхові компанії, недержавні пенсійні фонди та інститути спільного інвестування).

На основі дослідження змісту поняття “грошово-кредитний ринок” у межах теоретичного, нормативного та емпіричного підходів нами зроблено наступні висновки. По-перше, у межах теоретичного підходу не можливо з достатнім рівнем обґрунтованості оцінити межі та структуру грошово-кредитного ринку, оскільки безпосереднє визначення даного ринку практично не зустрічається у довідково-енциклопедичній або науковій літературі. Опосередковано грошово-кредитний ринок згадується у взаємозв’язку із визначеннями інших фінансових ринків: грошового, позикових капіталів, кредитного, капіталів. Однак, межі даних ринків істотно різняться і залежать від суб’єктивного бачення дослідником структури фінансової системи в цілому.

По-друге, нормативний та емпіричний підходи також не дозволяють чітко встановити структуру грошово-кредитного ринку оскільки у нормативно-правових актах, а також у дослідженнях, аналітичних та статистичних матеріалах представників НБУ (та інших органів державної влади) не вдалось віднайти визначень поняття “грошово-кредитний ринок”. Однак, за результатами проведених досліджень, у межах нормативного та емпіричного підходів, нами сформульовано *базові принципи*, яких ми дотримуватимемось при подальшому обґрунтуванні структури грошово-кредитного ринку:

- 1) даний ринок включатиме у себе ті сегменти фінансового ринку, на яких НБУ може здійснювати власні операції або опосередковано впливати на їх кон’юнктуру за допомогою інструментів грошово-кредитної політики;
- 2) інформація про кон’юнктуру грошово-кредитного ринку та про результати діяльності ключових його суб’єктів повинна



відобразитись у аналітичних матеріалах та статичній звітності Національного банку;

- 3) включення сегментів фінансового ринку не повинно суперечити функціям та напрямкам діяльності НБУ, які визначені законом “Про Національний банк України”.

Таким чином, інтегруючою та регулюючою силою грошово-кредитного ринку є Національний банк, а ключовим призначенням даного ринку – перерозподіл фінансових ресурсів під контролем (у межах здійснення грошово-кредитної політики) НБУ. З нашої точки зору, грошово-кредитний ринок повинен включати наступні сегменти: за валютою – гривневий та валютний, за суб'єктами – роздрібний та оптовий (міжбанківський, боргових цінних паперів), за формою грошових коштів – готівковий та безготівковий, за інструментами – коротко та середньостроковий. Однак, зазначені сегменти повинні перебувати під безпосереднім (або явним опосередкованим) впливом Національного банку України, який здійснюється у межах реалізації заходів грошово-кредитної політики. Більш детальну та формалізовану структуру грошово-кредитного ринку ми наведемо у подальших підрозділах дисертації.

Враховуючи обґрунтовані вище межі грошово-кредитного ринку, усі його інструменти, з точки зору впливу на ринкову кон'юнктуру, ми пропонуємо поділити на дві групи. До першої включити основні економічні засоби і методи грошово-кредитної політики НБУ (*регулюючі інструменти*), які визначені статтею 25 Закону України “Про Національний банк України”: визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків, процентна політика, рефінансування комерційних банків, управління золотовалютними резервами, операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) на відкритому ринку, регулювання імпорту та експорту капіталу, емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними. Підкреслимо, що основним призначенням зазначених вище інструментів є регулювання обсягу та структури грошової маси, яка у свою чергу визначає інші параметри грошово-кредитного ринку.

Зазначимо, що Законом України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок” у листопаді 2012 року були внесені зміни до зазначеної вище статті закону в напрямку розширення переліку інструментів грошово-кредитної політики [59]. Додатково були включенні два інструменти: 1) запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті; 2) зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів.

До другої групи (*економічні інструменти*) ми пропонуємо включити увесь спектр фінансових інструментів, які можуть використовуватись у міжбанківських взаємовідносинах, а також при здійсненні операцій банку (наданні банківських послуг) з клієнтами (юридичними та фізичними особами) які відповідають двом основним обмеженням. По-перше, дані інструменти повинні мати короткостроковий або середньостроковий характер. Дане обмеження введено для відокремлення інструментів грошово-кредитного ринку від інструментів інвестиційного ринку та ринку капіталу. Ми чітко не визначали граничну межу строків операцій (у більшості випадків строків операцій на грошово-кредитному ринку не перевищуватиме 2 – 3 роки). Потрібно підкреслити, що на середньостроковому інтервалі необхідно детально вивчати економічний зміст операцій для визначення доцільності їх віднесення до грошово-кредитного чи інвестиційного ринку.

По-друге, інструменти повинні здійснювати істотний вплив на кон'юнктуру розглянутих вище сегментів грошово-кредитного ринку. Наприклад, із трьох груп банківських послуг визначених статтею 47 Закону України “Про банки та банківську діяльність”, перша (депозитні операції, зокрема, залучення коштів на поточні рахунки) та третя (кредитно-інвестиційні операції) групи істотно впливатимуть на кон'юнктуру грошово-кредитного ринку. Друга група послуг (відкриття та ведення поточних (кореспондентських) рахунків клієнтів) не здійснюватиме суттєвого впливу на кон'юнктуру даного ринку. Також, на нашу думку, доцільно виключити будь-які інструменти,

пов'язані зі здійсненням банківських операцій з пайовими цінними паперами, крім придбання таких цінних паперів на короткостроковій основі у спекулятивних цілях.

Обґрунтоване нами, у межах нормативно-емпіричного підходу, бачення структури та інструментів грошово-кредитного ринку України дає можливість системно та комплексно досліджувати відносини між його учасниками у контексті формування рівноважного стану даного ринку.

У попередньому підрозділі дисертаційної роботи нами обґрунтовано ознаки економічної рівноваги та досліджено концептуальні засади формування та підтримання рівноважних станів у економіці. Далі зосередимось на вивченні теоретичних підходів до формування рівноваги грошово-кредитного ринку. Потрібно зазначити, що проблема формування рівноваги грошово-кредитного ринку прямо чи опосередковано розглядається у публікаціях багатьох вітчизняних та закордонних дослідників. Наприклад, Попов В.Ю. у своїй статті концентрується на вивченні макроекономічних наслідків неврівноваженої монетарної політики [64]. Працівник Центру наукових досліджень НБУ Анжеліка Сомик досліджує канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у посткризових умовах [65]. Вивченню особливостей реалізації монетарної політики у період загострення кризових явищ присвячені також публікації інших науковців [66; 67; 68]. Рівновага грошово-кредитного ринку, з точки зо

ру збалансування залучених та розміщених ресурсів, вивчається у роботі Олени Заруцької [69]. Представники Національного банку України досліджують особливості формування та реалізації монетарної політики у контексті формування рівноваги економічної системи в цілому [70].

Модель IS-LM вважається одним із ключових методичних підходів до дослідження спільної рівноваги грошового ринку (крива LM) та товарного ринку (крива IS). Дана модель ґрунтується на кейнсіанській методології та дозволяє визначити ставку процента та національний дохід, при певних комбінаціях, яких одночасно досягається рівновага на зазначених вище ринках

[71; 72, с. 137-142; 73, с. 404; 74, с. 227-229]. Необхідно зазначити, що у межах дослідження даної моделі ми ототожнюємо поняття “грошовий ринок” та “грошово-кредитний ринок”.

Модель IS-LM була розроблена Джоном Річардом Хіксом наприкінці сорокових років ХХ століття, причому її автор став у 1972 році нобелівським лауреатом з економіки з формулюванням “за новаторський внесок у загальну теорію рівноваги й теорію добробуту”. Рівновага на товарному ринку досягається при збалансованості інвестицій (I) та заощаджень (S).

У контексті дослідження рівноваги грошово-кредитного ринку нас переважно цікавитиме крива LM, яка відображає комбінації ставки проценту та національного доходу, при яких загальний попит на гроші (L) дорівнює пропозиції грошей (M). Дана крива поділяє усю площину графічної моделі на дві частини: у точках, які лежать вище кривої, пропозиція грошей більша за попит на них, а у точках, що знаходяться нижче кривої LM, спостерігається протилежна ситуація. Крива LM формується на площині, яка визначається двома показниками: ставкою процента (вісь ординат) та обсягом грошової маси (вісь абсцис). Пропозиція грошей (MS) зображується вертикальною прямою та повністю визначається політикою центрального банку [11, с. 301].

Процес визначення конфігурації кривої попиту на гроші (MD) більш складний, однак у загальному вигляді вона відображає зворотну залежність між ставкою та обсягом грошей, на які існує попит. Звісно, на попит на гроші впливає досить багато факторів, зокрема, динаміка цін (інфляція). Відповідно до концепції Баумеля-Тобіна, економічні агенти пред’являють попит на реальні грошові залишки, орієнтуючись не на номінальну цінність грошей, а передусім, враховуючи їх реальну купівельну спроможність [11; 72 – 74]. Таким чином, зміна рівня цін впливатиме на обсяг номінальних грошових залишків необхідних економічним агентам для здійснення угод, хоча реальний попит не зміниться.

Концепція Баумеля-Тобіна пов’язана із транзакційним попитом на гроші (transaction demand for money), який проявляється у бажанні економічних

агентів мати певну грошову суму для здійснення реальних угод пов'язаних із придбанням товарів та послуг (формула 1.4):

$$\left(\frac{M}{P}\right)_T^D = \frac{Y}{V} = kY \quad (1.4)$$

де, M – номінальний попит на гроші;
 P – рівень цін;
 Y – реальний рівень випуску (доходу);
 V – швидкість обігу грошей;
 k – коефіцієнт ліквідності, що визначає яка частка доходу утримується у грошовій формі.

Як видно із формули 1.4 реальний (скоригований на інфляцію) транзакційний попит на гроші (M/P), перш за все, залежатиме від реального рівня випуску (Y). Щодо інших чинників, то думки науковців розходяться: одні акцентують на швидкості обігу грошей, а інші – на коефіцієнті ліквідності.

Також науковці виділяють спекулятивний попит на гроші (speculative demand for money), як на фінансовий актив, який може приносити його власнику додатковий дохід (формула 1.5):

$$\left(\frac{M}{P}\right)_S^D = -hi \quad (1.5)$$

де, M – номінальний попит на гроші;
 P – рівень цін;
 h – еластичність зміни попиту на гроші до зміни ставки процента;
 i – рівень процентних ставок.

Враховуючи розглянуті вище ключові мотиви попиту на гроші, загальний попит можна формалізувати за допомогою формули 1.6 [38, с. 227]:

$$\left(\frac{M}{P}\right)_{T+S}^D = kY - hi \quad (1.6)$$

де, k – чутливість (еластичність) попиту на гроші до зміни доходу;
 h – чутливість (еластичність) попиту на гроші до зміни ставки проценту.

Дослідники вважають, що конфігурація кривої LM переважно визначається формою кривої спекулятивного попиту на гроші [11; 74]. Нами розглянуті класичні підходи щодо вивчення попиту на гроші, однак науковцями розроблено ряд концепцій, які дозволяють більш глибоко та всебічно вивчити дане питання [74, с. 229 – 236; 75; 76]. Зазначені концепції стануть предметом наших досліджень у наступних підрозділах дисертаційної роботи.

Проаналізувавши ключові аспекти формування рівноваги на грошовому ринку дослідимо взаємозв'язок рівноважних станів у економіці на основі моделі IS-LM. Класична модель IS-LM є загальновідомою та ґрунтовно розглядається у навчальній літературі і її окремий аналіз у межах даної роботи є не доцільним. Однак, ми вважаємо за необхідне зупинитись на окремих (не класичних) інтерпретаціях даної моделі, які є важливими для вивчення теоретичних засад формування рівноваги грошово-кредитного ринку та аналізу ролі центрального банку у даному процесі.

Розглянемо чотири модифікації даної моделі, які можуть бути цікавими з точки зору дослідження рівноваги грошово-кредитного ринку. По-перше, модель IS-LM-BP, яка формується шляхом додавання до класичної моделі кривої BP, що відображає рівновагу платіжного балансу [77, с. 389]. Дана модифікація може бути корисною для аналізу способів застосування інструментарію центрального банку для забезпечення рівноваги валютного сегменту грошово-кредитного ринку при різних режимах валютного курсу: фіксованому, керованому або плаваючому. По-друге, модель IS-LM-PC, яка передбачає включення у класичну модель рівноважної кривої ринку капіталу CM [73, с. 404 – 439]. Дана інтерпретація моделі може використовуватись для аналізу взаємозв'язків між рівновагою на грошово-кредитному ринку (на якому обертаються коротко- та середньострокові боргові фінансові інструменти) та рівновагою ринку капіталу (обертаються довгострокові боргові та пайові інструменти). По-третє, модель IS-LM-FE, порядок формування якої наводиться у фундаментальному підручнику Глена Хаббарда (Hubbard R. Glenn) [44, с. 627 – 653]. У даному випадку класична модель доповнюється кривою FE (full

employment), що відображає рівень національного доходу, при якому забезпечується повна зайнятість, тобто використовуються усі доступні для поточного періоду фактори виробництва. Дана крива є абсолютно нееластичною відносно ставки проценту і на графічній моделі має вигляд вертикальної лінії. Автор використовує криву FE для визначення точки довгострокової рівноваги економічної системи.

По-четверте, модель IS-LM аналізується у взаємозв'язку із кривою Філіпса (Phillips curve). Враховуючи наведений вище англomовний варіант написання терміну “крива Філіпса” пропонуємо надалі використовувати позначення “IS-LM-PhC” як аббревіатуру для позначення даної модифікації моделі IS-LM. Пропонуємо більш детально проаналізувати дану модифікацію класичної моделі, оскільки вона безпосередньо пов'язана із рівновагою грошово-кредитного ринку. Дана модель наводиться у науковій статті співробітників Європейського центрального банку, яка присвячена дослідженню концептуальних засад формування інструментарію монетарної політики [78].

На рисунку 1.3 наведено інтерпретацію моделі IS-LM у контексті аналізу взаємозв'язку рівноважних рівнів національного доходу та процентної ставки, які визначають спільну рівновагу на грошовому та товарному ринках, з одного боку, та рівня інфляції з іншого [78]. У даній графічній моделі на осях наведено наступні показники: номінальна процентна ставка (R), реальний ВВП (Y) та інфляція (π). Зазначимо, що класична крива Філіпса (PC) відображає зворотну залежність між безробіттям та рівнем інфляції. З іншого боку, безробіття та рівень національного доходу також перебувають у зворотній залежності. Як наслідок, на рисунку 1.3 крива Філіпса відображає пряму залежність між інфляцією та рівнем національного доходу. У даному випадку крива Філіпса формалізує наступну ідею: зростання реального ВВП сприяє збільшенню попиту на обмежені ресурси, що підвищує витрати виробництва та спонукає підприємства збільшувати ціни на свою продукцію.

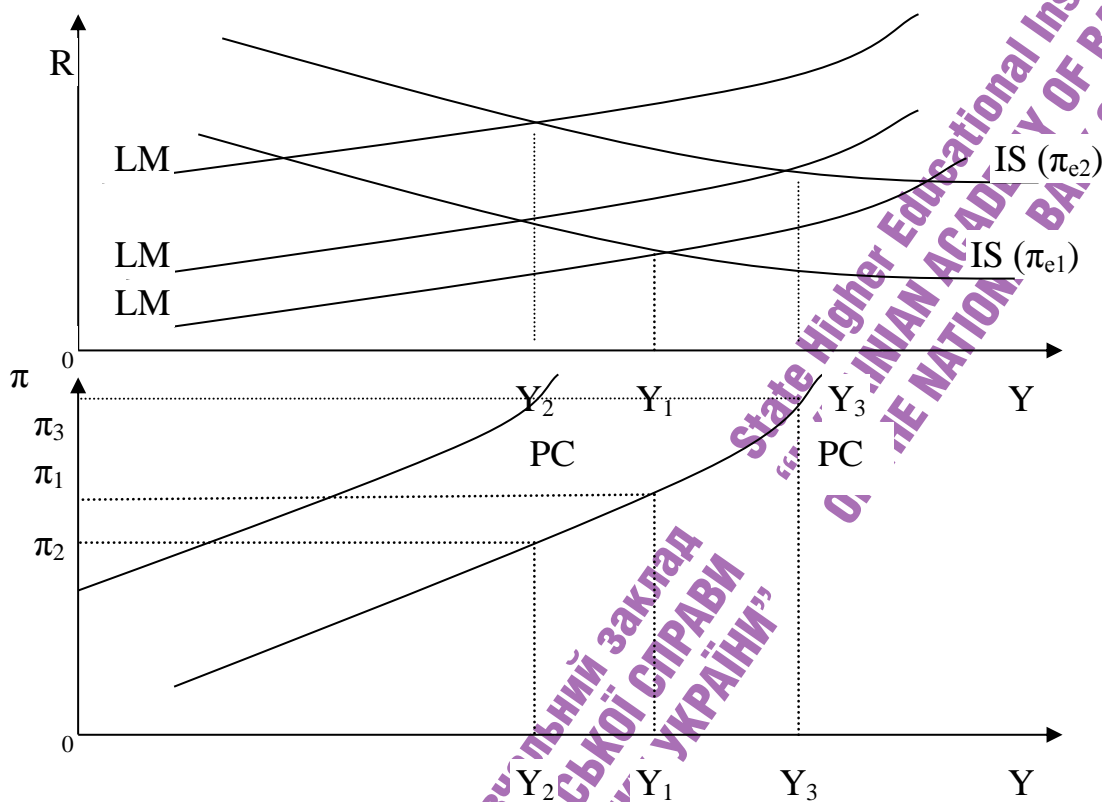


Рисунок 1.3 – Взаємозв'язок моделі IS-LM із кривою Філіпса

Джерело: структуровано автором на основі [78]

Припустимо, що очікувана інфляція зростає на один процентний пункт з рівня π_{e1} до рівня π_{e2} . Потрібно підкреслити, що крива IS є функцією очікуваної інфляції, оскільки рішення про витрати представлені у цій кривій ми розглядаємо як функцію реальної процентної ставки. Отже, зростання очікуваної інфляції призводить до зміщення кривої IS вгору.

На зростання інфляційних очікувань монетарні органи реагують шляхом застосування інструментів грошово-кредитної політики, спрямованих на забезпечення зростання номінальної процентної ставки більше ніж на один процентний пункт (принцип закладений у монетарному правилі Тейлора). Таким чином, монетарні органи засобами грошово-кредитної політики скорочують грошову масу, що призводить до зростання номінальної процентної ставки (R) на величину більшу ніж збільшення очікуваної інфляції (див. рисунок 1.3). У результаті крива LM_1 зміщується вгору у позицію LM_2 , що обумовлює зменшення рівноважного реального ВВП з Y_1 до Y_2 . Падіння

обсягів виробництва, за рахунок зниження витрат, призводить до падіння темпів інфляції з π_1 до π_2 .

Потрібно зазначити, що модель IS-LM використовується для аналізу можливих наслідків застосування інструментів державної економічної політики. Зокрема, бюджетно-податкова політика спричиняє зсуви кривої IS, а грошово-кредитна політика – кривої LM. Наприклад, стимулююча ГКП спричиняє зсув кривої LM праворуч (ставки зменшуються, а ВВП зростає), а рестрикційна – ліворуч (ставки збільшуються, а ВВП зменшується). Ефективність зазначених вище видів політики визначатиметься кутом нахилу кривих IS та LM який, у свою чергу, залежатиме від чутливості інвестицій та попиту на гроші до змін процентної ставки [73; 74; 79]. Крім інструментів політики зрушувати криві можуть зовнішні шоки: сприятливі шоки зсувають криві праворуч збільшуючи ВВП, а не сприятливі – ліворуч.

Таким чином, за умови використання у грошово-кредитній політиці правила Тейлора, яке враховує інфляційні очікування, модель наведена на рисунку 1.3 переходить до нового рівноважного стану та забезпечує скорочення фактичної інфляції. Для підтвердження критичної важливості для даної моделі застосування монетарного правила, уявимо, що центральний банк його не застосовує, як наслідок, зростання на один процентний пункт очікуваної інфляції з π_{e1} до π_{e2} обумовлює відносно слабку реакцію монетарної політики: номінальна процентна ставка зростає менше ніж на один процентний пункт. Як наслідок, LM_1 не істотно зміщується вгору у позицію LM_3 . Неістотне зростання ставок, на фоні вищих очікувань інфляції, обумовлює зростання обсягів споживчих витрат економічних агентів, що в подальшому спричиняє зростання ВВП (Y_3), виробничих витрат та у кінцевому підсумку інфляції (π_3).

Далі розглянемо інший варіант зв'язку моделі IS-LM з інфляцією. Припустимо, що у економіці збільшення номінальної процентної ставки супроводжується зміщенням кривої Філіпса вгору з позиції PC_1 у позицію PC_2 (рис. 1.3). Це може статися оскільки збільшення процентної ставки безпосередньо збільшує витрати на виробництво (за рахунок підвищення

витрат, пов'язаних із фінансуванням запасів, заробітної плати та інших змінних витрат). Зазначені процеси можуть призвести до зростання цін та інфляції.

У даному випадку, якщо монетарні органи реагують на інфляційні очікування відповідно до правила Тейлора, то, як зазначалось вище, зростання номінальної ставки також призведе до зміщення кривої LM_1 вгору у позицію LM_2 . Однак, у даному випадку, зростання номінальної ставки переважно обумовлюватиме збільшення змінних витрат економічних агентів і спричинить зростання інфляції (π_3). Отже, незважаючи на застосування принципу Тейлора, у даному випадку інфляційні очікування не стали надійною основою для ефективного застосування інструментів грошово-кредитної політики з метою стримування фактичної інфляції та забезпечення рівноваги грошово-кредитного ринку.

Розглянута модель дає підстави для висновку, що монетарна політика може відхилитись від правила Тейлора, якщо будуть можливості ефективно управляти грошовою масою з метою адекватного реагування на зростання інфляційних очікувань, що обумовлені не фундаментальними шоками. Здійснення цієї політики вимагає ретельного контролю структури та динаміки грошової маси, а також розвитку інструментарій аналізу чинників її коливань.

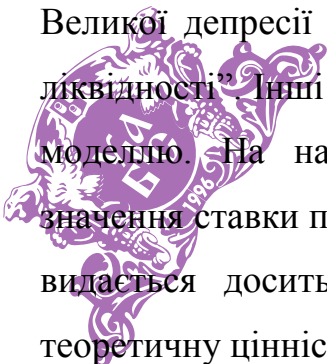
Як висновок, можна зазначити, що усі макроекономічні змінні, за умови істотного зростання інфляційних очікувань, будуть демонструвати нестабільність. Економічні моделі припускають, що органи грошово-кредитного регулювання мають повний контроль над будь-якою визначеною макроекономічною змінною (наприклад грошовою масою, поточним рахунком платіжного балансу, ринковими ставками і т.ін.) шляхом застосування певного інструменту політики. Насправді прямо та повністю монетарні органи можуть контролювати лише одну змінну – грошову масу. Всі інші змінні монетарна влада може контролювати тільки опосередковано, шляхом регулювання грошової пропозиції. Центральний банк може взяти на себе зобов'язання контролювати будь-яку змінну, однак реально він контролює лише один параметр – грошову масу.

Дослідження теоретичних основ формування рівноваги грошово-кредитного ринку на основі моделі IS-LM, необхідно доповнити аналізом підходів, що мають важливе значення для розуміння глибоких процесів, які визначають рівновагу грошово-кредитного ринку. До таких підходів ми відносимо концепції “пастки ліквідності” та “нейтральності (ендогенності) грошей” [11, с. 302; 74, с. 256].

Під “пасткою ліквідності” розуміють стан економічної системи за якого ринкова ставка проценту досягає певного мінімального значення, коли вона перестає знижуватись у відповідь на подальше зростання пропозиції грошей. З точки зору дослідження економічної політики на основі моделі IS-LM, пастка ліквідності означає, що при досягненні ринковою ставкою достатньо низького рівня подальше збільшення грошової пропозиції, за рахунок інструментів експансивної грошово-кредитної політики, не обумовлюватиме збільшення національного доходу. Графічно пастка ліквідності зображується як горизонтальна частина кривої LM при мінімальних ставках проценту. Таким чином, при потраплянні економіки у “пастку ліквідності” більш ефективними стають інструменти бюджетно-податкової політики, а також нестандартні заходи центральних банків безпосередньо не пов’язані зі збільшенням обсягу грошової маси.

Щодо практичної цінності даної концепції точаться перманентні дискусії. Наприклад, на думку Дж. Кейнса неефективність монетарної політики протягом Великої депресії була спричинена потраплянням економіки США у “пастку ліквідності”. Інші дослідники вважають, що дана концепція є суто теоретичною моделлю. На наш погляд, завдання визначення конкретного граничного значення ставки проценту для кількісної ідентифікації меж “пастки ліквідності” видається досить складним, як наслідок, дана концепція має переважно теоретичну цінність.

Однак, у посткризовий період ми спостерігаємо дещо інший прояв викладених вище суджень: істотне зниження (практично до нульових значень) базових процентних ставок центральних банків. Наприклад, протягом другого



півріччя 2008 року та першого півріччя 2009 року Європейський центральний банк знизив свою ключову ставку у 4 рази з 4% до 1%, ФРС США – більше ніж у 8 разів до 0,25%, а центральний банк Японії – у п'ять разів до 0,1% (таблиця 1.2).

Таблиця 1.2 - Ключові процентні ставки провідних центральних банків світу

Країна	Центральний банк	Ключова процентна ставка	Остання зміна	Поточна ставка, %
США	FED (Federal Reserve)	Federal Funds Rate	16.12.2008	0.25%
Єврозона	ECB (European Central Bank)	Refinancing Tender	02.05.2013	0.50%
Великобританія	BOE (Bank of England)	Bank Rate	05.03.2009	0.50%
Японія	BOJ (Bank of Japan)	Overnight Call Rate Target	19.12.2008	0.10%
Канада	BOC (Bank of Canada)	Overnight Rate	08.09.2010	1.00%
Швейцарія	SNB (Swiss National Bank)	3 Month Libor Rate	03.08.2011	0.00%
Швеція	Riksbank (Sweden Central Bank)	Repo Rate	18.12.2012	1.00%
Австралія	RBA (Reserve Bank of Australia)	Cash Rate	06.08.2013	2.50%
Нова Зеландія	RBNZ (Reserve Bank of New Zealand)	Official Cash Rate	09.03.2011	2.50%
Норвегія	Norges Bank (The Norwegian Central Bank)	Sight Deposit Rate	14.03.2012	1.50%

Джерело: [80]

Як видно з таблиці 1.2 станом на жовтень 2013 року більшість ставок центральних банків знаходились нижче природного рівня інфляції, який визначається дослідниками у діапазоні 1 – 3% та є орієнтиром центральних банків розвинених країн [81]. Таким чином, можливості впливу процентних інструментів монетарної політики на рівновагу грошово-кредитного ринку в більшості розвинених країн практично вичерпані. Дану тезу підтверджує той факт, що базові ставки 6 із 10 центральних банків не змінювались протягом останніх 2 років (табл. 1.2), а ставка ФРС США взагалі залишається незмінною протягом 5 останніх років.

Факт істотного зниження ефективності процентної політики центральних банків також підтверджується динамікою реальних процентних ставок наведених на рисунку 1.4.

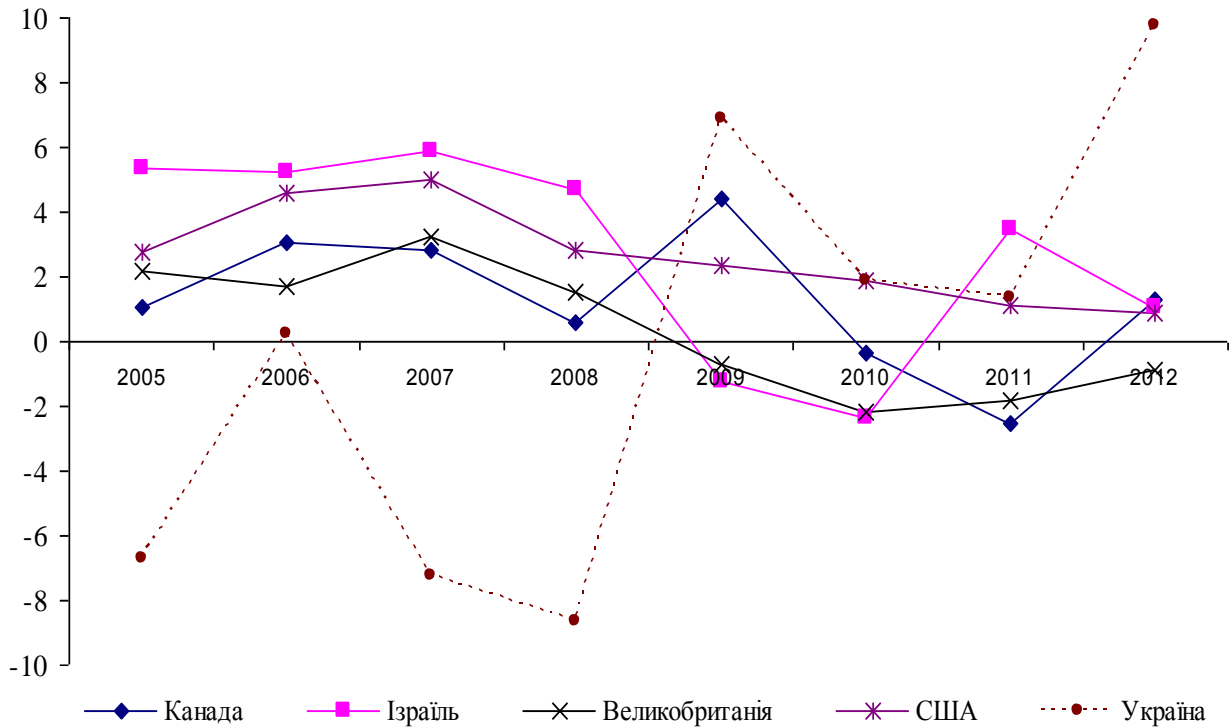


Рисунок 1.4 - Реальні процентні ставки провідних країн світу та України
Джерело: структуровано автором на основі бази даних Світового банку [82].

Реальні процентні ставки, наведені на рисунку 1.4 розраховані як різниця між ринковими ставками кредитування та рівнем інфляції, визначеної на основі дефлятора ВВП. Як видно з даного рисунку, протягом 2009 – 2011 років у економіках більшості розвинених країн спостерігались від’ємні реальні процентні ставки, а протягом періодів, коли ставки були додатними, їх значення було у 2-3 рази меншим, ніж у докризовий період. Таким чином, по аналогії із концепцією “пастки ліквідності” ситуацію, що склалась з процентними ставками у розвинених країнах, ми пропонуємо вважати ефектом “пастки процентної політики”. На відміну від концепції “пастки ліквідності” виділений нами ефект “пастки процентної політики” має суто практичне значення.

При потраплянні у дану пастку процентна політика центральних банків перестає відгравати роль ключового інструменту монетарного регулювання оскільки економічні агенти психологічно не готові знижувати дохідність за своїми фінансовими інструментами до рівнів нижче за природну інфляцію (від'ємна реальна дохідність). Таким чином, не зважаючи на інший інструмент грошової політики, з якого починається логіка суджень (ставки центрального банку замість обсягу грошової пропозиції), наслідки при потраплянні у “пастку ліквідності” або у “пастку процентної політики” подібні: ринкові ставки перестають знижуватись внаслідок експансіоністської монетарної політики центрального банку, що унеможливує подальшу підтримку центральним банком економічного зростання (підвищення національного доходу у моделі IS-LM).

Зазначимо, що країни, які розвиваються, зокрема Україна, мають достатній резерв ефективності процентної політики, за умови налагодження якісного функціонування процентного каналу трансмісійного механізму. Дане твердження обумовлюється достатньо високими рівнями ключових процентних ставок центральних банків, які традиційно сформувались внаслідок високого інфляційного фону в даній групі країн. Істотне зростання за результатами 2012 року реальної процентної ставки в економіці України обумовлюється суттєвим падінням дефлятора ВВП у звітному періоді (з 14,3% у 2011 році до 8% у 2012 році).

Основним постулатом концепції “нейтральних грошей” є теза щодо відсутності впливу змін обсягів грошової маси (у довгостроковому періоді) на зайнятість, процентні ставки та інші показники реальної економіки. Нарощення грошової маси призводить лише до зростання цін. У своїй роботі, присвяченій проблемі нейтральності грошей, Синюченко М.І. надає більш широке трактування даного феномену [83]. На думку автора, нейтральність грошей необхідно розглядати не тільки як відсутність зростання реальних показників економіки у результаті збільшення грошової пропозиції у довгостроковому періоді, але й як відсутність негативного впливу диспропорцій грошового

обігу на економічні та соціальні процеси як у короткостроковому, так і у довгостроковому періодах. Під такими диспропорціями автор, перш за все, розуміє інфляцію як прояв розбалансування попиту та пропозиції грошей. Зазначимо, що проблема використання інструментів монетарної політики НБУ для ефективного регулювання інфляційних процесів досить ґрунтовно розкрита у статті Олександра Петрика [84].

Нейтральність грошей передбачає їх ендогенність, оскільки пропозиція грошей перманентно дорівнюватиме попиту на гроші (обидва показники є внутрішніми (імпліцитними) характеристиками економічної системи) [83]. З нашої точки зору, концепція нейтральності (ендогенності) грошей є достатньо дискусійною. Розглянемо певні аргументи, які її спростовують та підтверджують.

По-перше, до аргументів, які спростовують нейтральність грошей, можна віднести факт достатньо сильного взаємозв'язку між реальним ВВП та грошовою масою в економіці. З іншого боку, прибічники концепції ендогенності грошей можуть зазначити, що трансакційний попит на гроші залежить від обсягів виробництва товарів робіт послуг і грошова пропозиція просто реагує на збільшення попиту на гроші. Ми припускаємо що результати оцінки вектору зв'язку між реальним ВВП та грошовою масою можуть відрізнитись для окремих національних економік залежно від стратегії та тактики реалізації монетарної політики. Однак, беззаперечним є факт істотного розбалансування виробничих процесів у реальному секторі економіки при галопуючій інфляції, а тим більше при гіперінфляції.

По-друге, різний погляд на проблему нейтральності (ендогенності) грошей мають представники провідних економічних течій. Зокрема, не має однаковості у погляді монетаристів на дану проблему. З одного боку, положення щодо нейтральності грошей у довгостроковому періоді є базовим постулатом даної теорії, а з іншого – представники сучасної кількісної теорії грошей акцентують на екзогенному характері грошової пропозиції. Прибічники кейнсіанства вважають, що інструменти грошово-кредитної політики

впливають на зміну обсягів реального ВВП, зайнятості та інвестицій, а у короткостроковому періоді дані інструменти можуть впливати на цінову динаміку.

По-третє, не однозначним є погляд на феномен нейтральності грошей з точки зору теорії систем: у межах даної теорії гроші розглядаються як елемент системи економічних відносин. Відповідно до теорії систем, форма та характер функціонування елементів системи визначається параметрами системи. Тобто елементи системи є ендогенними відносно системи, що і є умовою рівноваги цієї системи [83 – 85]. Однак, з одного боку, гроші є імпліцитним елементом системи, яка обслуговує процеси формування розподілу та перерозподілу національного доходу, що протікають між суб'єктами економічних відносин. З іншого боку, гроші емітуються зовнішнім відносно системи економічних відносин інститутом (центральним банком).

По-четверте, кількісний аналіз монетарних процесів також не дає однозначної відповіді на питання щодо нейтральності (ендогенності) грошей. Наприклад, еластичність грошових агрегатів M2 та M3 відносно попиту на гроші та динаміка показника монетизації, на думку деяких науковців [85], свідчить про істотний рівень ендогенності грошової пропозиції в Україні протягом 1995–2009 років. З іншого боку, у даних дослідженнях автор покладається на просте порівняння динаміки зазначених вище показників без ґрунтовного аналізу чинників, якими обумовлюються їх зміни. Зокрема, для подальшого аналізу факторів монетизації вважаємо за доцільне скористатись підходами, запропонованими у роботі Світлани Міщенко [86]. Крім зазначених вище показників при оцінці нейтральності грошей також необхідно враховувати: структуру грошової маси, зокрема частку готівки; динаміку грошового мультиплікатора та показники які визначають його величину (грошова база, депозити, норми обов'язкового резервування і т.ін.), а також інші показники які суттєво впливають на монетарні процеси у державі.

Підсумовуючи наведені вище аргументи зазначимо, що не доцільно приймати за основу погляд на гроші як абсолютно нейтральну (ендогенну)

характеристику системи економічних відносин. На нашу думку, необхідно говорити про певний рівень нейтральності (ендогенності) грошей. Значення рівня ендогенності грошей залежатиме від конкретних умов функціонування тієї чи іншої національної економічної системи та від монетарної політики центрального банку країни. Потрібно підкреслити, що результати оцінки рівня ендогенності грошей визначатимуть рівень ефективності застосування окремих інструментів монетарної політики у процесі формування рівноваги грошово-кредитного ринку. У цілому між рівнем нейтральності (ендогенності) грошей та дієвістю (можливістю реального впливу на економічні процеси) грошово-кредитної політики існує зворотній зв'язок. Як наслідок, завдання ґрунтовного дослідження рівня ендогенності грошей в Україні, на основі застосування економіко-математичних методів аналізу, вирішуватиметься нами у наступних підрозділах дисертаційного дослідження.

Таким чином, у даному підрозділі дисертаційної роботи ми вирішили два важливих, з точки зору формування теоретичних засад дослідження рівноваги грошово-кредитного ринку, завдання. По-перше, провели вивчення змісту поняття “грошово-кредитний ринок” та окреслили його межі. По-друге, дослідили базові теоретичні підходи та концепції, які визначатимуть напрямки розробки науково-методичних засад формування рівноваги грошово-кредитного ринку України.

1.3 Фактори формування рівноваги на грошово-кредитному ринку

За результатами дослідження, проведеного у підрозділі 1.1, було визначено, що рівновага на грошово-кредитному ринку розглядається більшістю науковців як ситуація збалансованості попиту на гроші та їх пропозиції. Іншими словами, йдеться про рівність кількості грошей, яку економічні агенти хочуть мати в портфелі своїх активів, та кількості грошей,

що пропонується банківською системою в умовах проведення відповідної грошово-кредитної політики.

Оскільки інтегруючою та регулюючою силою на грошово-кредитному ринку є саме центральний банк (далі – ЦБ), виявлення і дослідження якомога більшої кількості взаємозв'язків грошово-кредитних і макроекономічних змінних та факторів, що визначають спроможність ЦБ балансувати структуру та динаміку грошової маси, є актуальним, оскільки сприятиме проектуванню більш ефективних монетарних трансмісійних механізмів.

За результатами узагальнення змісту наукових праць (додаток Б), можна стверджувати, що підходи більшості вітчизняних та зарубіжних теоретиків щодо виділення факторів попиту на гроші є доволі подібними. Так, представники всіх теоретичних концепцій попиту на гроші визнають *зміни в економічній активності* ключовим чинником впливу на попит. Цей вплив обумовлюється трансакційним мотивом нагромадження грошей – чим більший обсяг виробництва валового національного продукту, а отже і національного доходу, тим більшим може бути обсяг операцій щодо його реалізації і тим більшим має бути запас грошей для виконання цих операцій [33].

У емпіричних дослідженнях вимірником економічної активності найчастіше виступає динаміка ВВП або ВНП, яка у свою чергу визначається двома самостійними чинниками – динамікою *рівня реального обсягу виробництва та рівня цін*, кожен з яких може діяти незалежно один від одного, внаслідок чого їх можна розглядати як самостійні чинники впливу на попит на гроші [33].

Варто зазначити, що ще у 1971 році Д.М. Кейнс у своїй роботі [87] наголошував на необхідності розмежовувати дохідні трансакції (тобто дохід, який апроксимується обсягом ВВП) та інші, які враховують *обороты на вторинних ринках (як реальному, так і фінансовому)* та не входять до розрахунку ВВП. У подальшому дана ідея знайшла підтримку у працях Т.І. Поллі [88], а також Р. Поллін і Г. Шаберга [89], які продемонстрували, що оцінка попиту на гроші в США може бути удосконалена шляхом визнання ролі

загального обсягу трансакцій, який апроксимується змінними, що враховують обороти на ринку нерухомості та фінансової діяльності. Пізніше П. Ховелс і К.А. Хусейн [90] також емпірично довели переваги використання показника загального обсягу трансакцій (який враховував обсяги торгівлі фінансовими активами і товарами на вторинному ринку) порівняно з показником ВВП чи доходу при побудові функції попиту на гроші.

До серйозних помилок в оцінці попиту на гроші, а відтак до зниження ефективності ГВП у цілому також призводить недооцінка обсягу тіньової економіки. Для обслуговування трансакцій на тіньовому ринку, як правило, використовується готівка, оскільки вона має перевагу анонімності, а це означає, що вона (порівняно із безготівковими розрахунками) має свою вигідність для нелегальної діяльності, такої, як операції з наркотиками, продаж на чорному ринку та уникнення сплати податків [91].

Вплив фактору *інфляції* (вимірником якої в емпіричних дослідженнях найчастіше виступає індекс споживчих цін) на попит на гроші є різновекторним. З одного боку, інфляційний тиск провокує скорочення попиту на гроші з таких причин:

- 1) запас грошей, який мають у своєму розпорядженні економічні агенти, знецінюється під дією інфляції, що стимулює його скорочення;
- 2) внаслідок зростання процентних ставок поступово підвищується альтернативна вартість грошових запасів, що сприяє їх переведенню у форму інших фінансових активів (більш детально даний взаємозв'язок буде розглянуто нижче);
- 3) інфляція підриває довіру до національної валюти (особливо у країнах з високим ступенем доларизації економіки) внаслідок чого спостерігається її заміщення менш волатильною іноземною валютою;
- 4) зростання цін може спровокувати інфляційні очікування, з якими тісно пов'язані очікування погіршення кон'юнктури ринків взагалі, зокрема, скорочення товарної пропозиції, посилення товарного дефіциту, погіршення якості продукції тощо, внаслідок чого економічні агенти намагатимуться

збільшити поточне споживання, щоб придбати товари існуючої якості та за нижчими цінами.

З іншого боку, у відповідь на зростання цін для здійснення щоденних трансакцій домогосподарства та фірми вимушені будуть збільшувати свої номінальні грошові запаси. Отже інфляція має також позитивний вплив на зростання попиту на гроші.

Як видно з додатку Б, вплив факторів реального обсягу виробництва та цін на попит на гроші є загальновизнаним в економічній науці, однак поряд із ними часто виділяється ще один, дія якого, на нашу думку, є найбільш дискусійною – *швидкість обігу грошей*. Дану змінну ввів у модель попиту на гроші економіст-класик І. Фішер на початку минулого століття, проаналізувавши взаємозв'язок між реальними грошовими запасами та трансакціями [92]:

$$M = Y \times P \times \frac{1}{V}, \quad (1.7)$$

де M – кількість грошей в обігу; Y – обсяг випуску у реальному вираженні; P – рівень цін; V – швидкість обігу грошей.

Сам І. Фішер вважав, що швидкість обігу грошей V є сталою, тому попит на реальні грошові запаси є пропорційним до обсягу трансакцій. Однак численні емпіричні дослідження у подальшому спростували тезу про сталість швидкості обігу грошей. Саме волатильність даного фактора спричиняє нестабільність попиту на гроші, що, на думку О.С. Скоробогатова, є основною причиною виникнення дисбалансів на грошово-кредитному ринку внаслідок “розладу між ГВП та потребою економіки у грошах” [93].

Ми погоджуємося з думкою дослідників [91, 94, 95], що найважливішими чинниками, які визначають швидкість обігу грошей, є *переваги щодо вибору фінансового портфеля та платіжні інновації*.

Економічні агенти роблять вибір на користь грошей (як запасу, що обумовлюється перевагою ліквідності) чи інших активів (грошей як потоку, що

обумовлюється фінансовим (спекулятивним) мотивом) залежно від переваг та недоліків кожного виду активу. Перевагою володіння грошима є їхня ліквідність (легкість здійснення трансакцій), можливість уникнути майбутніх втрат, що виникають в результаті невизначеності на фінансовому ринку (низький ризик) та низькі інформаційні витрати щодо вартості грошей. Недоліком володіння грошима як активом порівняно з іншими фінансовими активами є те, що гроші не дають доходу у вигляді процента, їх наявність пов'язана з реальними втратами внаслідок інфляції.

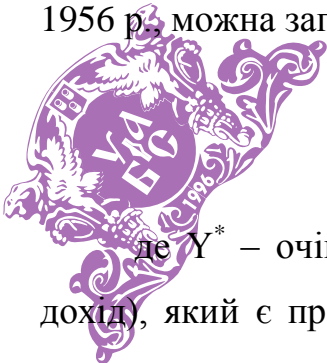
Отже, ми погоджуємося з думкою Г. Габбарда, що основними чинниками вибору портфеля, є [91] очікувана віддача на інвестиції в даний актив порівняно з віддачею від інвестицій в інші види активів; ступінь ризиковості активу порівняно з ризиковістю інших активів; ліквідність активу порівняно з ліквідністю інших активів; вартість отримання інформації про актив порівняно з вартістю отримання інформації про інші активи; багатство заощадника або загальний обсяг заощаджень, які буде вкладено.

На думку більшості дослідників, *попит на гроші* обернено залежить від *рівня процентних ставок* (оскільки внаслідок підвищення ринкової процентної ставки збільшуються альтернативні витрати володіння грошми).

На дослідженні процентних ставок, як одного з важливих чинників вибору портфеля активів, сконцентрував свою увагу відомий економіст М. Фрідман. Його модель попиту на реальні грошові залишки, запропоновану у 1956 р., можна записати у такому вигляді [96]:

$$\frac{M}{P} = L(Y^*, i - i_M, \pi^e - i_M), \quad (1.8)$$

де Y^* – очікуваний середній дохід індивіда протягом життя (постійний дохід), який є пропорційним багатству; i – очікувана віддача від фінансових активів; i_M – віддача від грошей; π^e – очікувана віддача від товарів тривалого використання, що виражається очікуваною інфляцією.



На нашу думку, в країнах з недостатньо розвиненим ринком цінних паперів альтернативну вартість володіння грошима, при дослідженні попиту на них, доцільно апроксимувати не лише із застосуванням рівня процентних ставок. Релевантними можуть виявитися зокрема такі чинники, як динаміка обмінного курсу національної валюти та рентабельність трансакцій на ринку нерухомості.

Наприклад, ефект заміщення національної валюти іноземною, який був розглянутий раніше, враховується у моделі попиту на гроші, що використовується при підготовці програм для країн з перехідною економікою експертами Міжнародного валютного фонду [97]:

$$\ln M - \ln p = k \ln y - n \left[r + E\left(\frac{de}{e}\right) \right]; k, n > 0, \quad (1.9)$$

де r – номінальна ставка за депозитами в іноземній валюті; $E(de/e)$ – очікувана девальвація національної валюти; e – курс національної валюти до долара США; de – похідна курсу по часу.

При цьому, очікувана девальвація національної валюти моделювалася наступним чином:

$$E\left(\frac{de}{e}\right) = -a(\ln e - \ln e^*) + u; a > 0, \quad (1.10)$$

де e^* – курс національної валюти до долара США, що відповідає умовам довгострокової рівноваги; u – постійний темп росту грошової пропозиції і одночасно темп інфляції.

У модель закладено таке розуміння інфляційного механізму:

$$\frac{dp}{p} = \varphi + c[\ln p^* - (\ln p - \ln e)], c > 0; \quad (1.11)$$

$$d\varphi = b(u - \varphi), b > 0, \quad (1.12)$$

де p – рівень цін у національній економіці; p^* – рівень цін у світовій економіці; ϕ – тренд у динаміці інфляції.

Величина у квадратних дужках – паритет купівельної спроможності, про який йшлося у підрозділі 1.1. дослідження.

Динамікою реального ВВП науковці часто апроксимують зміни реальних доходів економічних агентів, а з останнім показником, у свою чергу, прямо пов'язаний такий фактор попиту на гроші, як *багатство*.

На думку багатьох дослідників [33, 41, 96, 98, 99], зростання багатства викликає підвищення попиту на гроші, оскільки економічні агенти хотітимуть мати більше грошей як засобу нагромадження вартості і проводити більше операцій із застосуванням грошей.

Останні десятиліття розвитку фінансової системи світу були пов'язані зі значними *технологічними інноваціями в платіжній сфері*, що призвели до широкого поширення нових форм грошових платежів за допомогою платіжних карт (як банківських, так і передплачених), електронних грошей, роздрібних електронних переказів, інтернет та мобайл-банкінгу, електронних платежів між фізичними особами, а також систем валових платежів в режимі реального часу [94].

Численні емпіричні дослідження виявили, що використання замінників готівки у транзакціях для купівлі благ і послуг, як правило, прискорює швидкість обігу грошей, а відповідно – зменшує попит на реальну кількість грошей. Проте на неоднозначності такого впливу акцентують увагу Г. Габбард [91] та О.В. Синельникова-Мурильова [94]. Вони приводять приклад, що, з одного боку, популяризація оплати товарів і послуг за допомогою банківських карт (як дебетових, так і кредитних) знижує попит на традиційний засіб платежу – готівку, однак, з іншого боку, даний процес супроводжується збільшенням числа банкоматів, що навпаки стимулює використання готівки, оскільки її отримання стає більш легким і зручним.

Х. Аллен [100] визначила, що зростаюче використання електронних гаманців викликає зміни у взаємозв'язку між монетарними діями і економічною активністю. Дану тезу підтверджує дослідження О.П. Аттанзіо, Л. Гуізо та Т. Джапеллі [101], які встановили, що поява нових фінансових інструментів впливає на витрати управління готівкою, зміщуючи оцінки коефіцієнтів в моделях попиту на гроші, отриманих на основі аналізу часових рядів. Доповнити традиційну функцію попиту на гроші трендом, що відображає вплив технологічних інновацій у сфері грошових платежів пропонують також Л. Болл [102], В.Г.Чої та С. Ох [95] та інші дослідники.

За результатами дослідження, проведеного у підрозділі 1.1 дисертаційної роботи, нами було визначено, що економічні агенти будують свою поведінку на основі очікувань та переконань з урахуванням наявної інформації, а досягнення рівноважного стану відбувається, коли у економічних агентів відсутні ініціативи до зміни власних переконань. Як видно з додатку Б, наші висновки підтверджуються поглядами вітчизняних та зарубіжних науковців, які розглядають *вплив економічних прогнозів та очікувань агентів економіки як важливий фактор попиту на гроші.*

Варто зазначити, що дія даного фактору є різновекторною. Так, згідно з моделлю М. Фрідмана (1.8), коли домогосподарства очікують зростання цін, вони більше інвестуватимуть у будинки та купуватимуть товари тривалого користування, що захистить від інфляції. Раніше ми розглядали, що вплив інфляційних очікувань на зниження попиту на гроші проявляється також внаслідок росту процентних ставок (що поступово підвищує альтернативну вартість грошових запасів), заміщення національної валюти іноземною, провокування очікувань погіршення кон'юнктури ринків взагалі, зокрема скорочення товарної пропозиції, посилення товарного дефіциту, погіршення якості продукції тощо.

З іншого боку, песимістичні очікування домогосподарств і фірм щодо поточного доходу в майбутньому стимулюватимуть згортання поточного

споживання, збільшуючи тим самим частку коштів на зберігання на випадок непередбачених подій у майбутньому, що обумовлене мотивом обережності.

Таким чином, у випадку песимістичного прогнозу відносно динаміки економічних змінних трансакційний та спекулятивний мотиви сприятимуть зниженню попиту на гроші, тоді як мотив обачності стимулюватиме додаткове нарощення грошових запасів, і навпаки. На нашу думку, можна очікувати менший вплив мотиву обачності на у цілому більш заможне суспільство. Вплив даного мотиву також послаблюється в умовах значного розвитку кредитних операцій в країні.

Методи емпіричного аналізу попиту на гроші істотно змінювалися з часом, відображаючи необхідність врахування як економічних, так і чисто економетричних особливостей рівняння попиту на гроші. Перший і найбільш поширений метод, який використовувався для оцінки попиту на гроші – звичайний метод найменших квадратів.

У подальшому внаслідок пошуку рішення проблеми ендогенності регресорів, що характерна для даного методу, у емпіричній літературі з попиту на гроші широкого поширення набули моделі інструментальних змінних, а саме – часткового пристосування (або часткового коригування), суть яких полягає в тому, що оцінюване рівняння визначає не фактичне значення залежної змінної, а її “бажаний” рівень [103]. Серед таких моделей прийнято виділяти моделі реального часткового пристосування (пристосування фактичної грошової маси до бажаного рівня відбувається за рахунок реальних показників) [104] та моделі номінального часткового пристосування (пристосування фактичної грошової маси до бажаного рівня відбувається за рахунок номінальних показників) [105].

Наприклад, модель реального часткового пристосування, що була застосована в одній з основоположних робіт в області попиту на гроші Голдфельда та ін. [104] у 1973 році для дослідження попиту на гроші в США в період 1952 – 1972 рр., має наступну специфікацію:

$$\ln m_t = a + b \ln y_t + c_1 \ln RCP_t + c_2 \ln RTD_t + d \ln m_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (1.13)$$

де m_t – реальна грошова маса $M1$ у році t ; y_t – реальний ВВП; RCP – процентна ставка по комерційних паперах (векселям); RTD – процентна ставка за строковими депозитами; ε_t – помилка.

У рамках методу інструментальних змінних поширення набула також побудова систем одночасних рівнянь попиту та пропозиції грошей, однак оцінки, отримані за такими моделями, виявилися чутливі до специфікації кожного з рівнянь системи, вибору інструментів, методів оцінювання. На малих вибірках вкрай незадовільні результати оцінки попиту на гроші були отримані за узагальненим методом моментів, за допомогою якого дослідники намагалися вирішити проблему ендогенності регресорів.

Виходячи з цього, у сучасних дослідженнях попиту на гроші спостерігається повернення до різних модифікацій методу найменших квадратів (звичайний динамічний (DOLS), узагальнений динамічний (DGLS) тощо), які враховують коінтеграцію і припускають динамічне коригування помилок, а також оцінка моделей векторної авторегресії (VAR) процедурою Йохансена.

Більш детально зазначені моделі охарактеризовані, наприклад, у роботах О.В. Синельникової-Мурильової [94] та С.М. Дробішевського [103].

У сучасних умовах кількість грошей в обігу значною мірою визначається обсягами кредитування. Більше того, у деяких дослідженнях отримання кредиту вважається еквівалентом купівлі грошей з від'ємною доходністю – придбання негативного активу. При цьому як попит на банківський кредит, так і попит на гроші розглядаються через призму теорії вибору портфеля, чим фактично визнається ідентичність факторів, що їх визначають. Виходячи з цього, можна висунути гіпотезу про тотожність, якщо не сутності, то обсягів та динаміки попиту на гроші та на кредит.

Однак існує думка, що попит на банківські кредити, на відміну від попиту на гроші, генерується групою економічних агентів з іншими мотивами – для них це вибір у площині співвідношення доходів і витрат, а не формування структури портфелю. При цьому визнається, що ці дві групи частково співпадають, але

заперечується їх ідентичність. У такому випадку може виникнути ситуація, коли, наприклад, потік нових депозитів, створений внаслідок отримання кредитів підмножиною агентів з дефіцитом у співвідношенні доходів і витрат, перевищить *ex ante* бажання іншої підмножини агентів (зокрема населення) підтримувати додаткові запаси грошей. Оскільки для досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку, рішення, прийняті різними (частково) групами економічних агентів з явно різними мотивами повинні бути узгоджені *ex post*, актуальності набуває дослідження механізму консолідації попиту на гроші та на кредит.

Таким чином, на основі проведеного порівняльного аналізу детермінантів попиту на гроші та на кредит спробуємо дослідити обґрунтованість гіпотези про їх тотожність.

Традиційно головним фактором попиту на кредити вважалася потреба фірм в оборотному капіталі. Як зазначає Л-Ф. Рохон [106], у сучасних економічних умовах, фірми формують попит на кредити з метою продовження і розширення виробництва. Компанії роблять короткострокові запозичення для виплати заробітних плат, а довгострокові – щоб покрити витрати на капітальні товари. Треба зазначити, що навіть у рівноважних умовах фірми потребують кредиту для підтримки виробництва на поточному рівні, оскільки найчастіше частину надходжень від продажу вироблених товарів, робіт, послуг фірми вимушені спрямовувати на відшкодування попередніх банківських кредитів.

Таким чином, попит на кредити прямо залежить від виробничих планів фірм. Якщо внаслідок певних подій (зокрема, зростання цін на сировину, ставок корпоративних податків, заробітних плат, прийняття рішення про розширення виробництва тощо) збільшаться експлуатаційні витрати фірми, це спричинить потребу у формуванні додаткового оборотного капіталу, яка буде задовольнятися у тому числі за рахунок збільшення банківських кредитів.

Вплив зазначених показників на попит на банківські кредити формалізовано у відомій моделі Б. Мура та А. Тредгольда [107]:

$$LDI_t = a - b\Delta W_t - c_1\Delta IB_{t-1} - c_2S_t - c_3\Delta T_t - c_4\Delta RT - c_5r, \quad (1.14)$$

де LDI – квартальне прирощення банківських кредитів виробничим і торгівельним компаніям; W – фонд заробітних плат; IB – витрати на імпорт; S – обсяг додатково наращених товарних запасів; T – витрати на виплату податків; RT – змінна, що враховує періоди, коли доходність за депозитами вища, ніж витрати на залучення ресурсів; r – реальна процентна ставка за кредитами.

Не ставлячи під сумнів впливовість зазначених факторів, вважаємо за необхідне висловити такі зауваження. Так, недоцільно обмежувати попит на кредити з боку фірм лише виробничими і торгівельними компаніями, оскільки додатковий попит на кредити формують 1) фірми не тільки в реальному, а й у фінансовому секторі економіки; 2) не тільки кінцеві виробники, але й посередники; 3) фірми тіньового сектору економіки.

Крім того, попит на кредит з боку фірм є лише складовою загального попиту на кредити, до складу якого доцільно враховувати *попит з боку населення та держави*.

Виходячи з цього, ми погоджуємося з думкою науковців [5, 108, 109], що замість того, щоб зосереджуватися на потребах виробничих і торгівельних фірм в оборотному капіталі, доцільно розглядати попит на кредитні ресурси у більш широкому сенсі. У цьому випадку основною рушійною силою попиту на кредити будемо вважати *зміни в економічній активності*, які доцільно апроксимувати за допомогою *показника загального обсягу трансакцій*.

Іншим ключовим фактором, залежність попиту на кредити від якого визнає більшість дослідників, є *рівень процентних ставок*. Як видно з формули (1.14), Б. Мур та А. Тредгольд вважають, що між рівнем процентних ставок та попитом на кредити існує зворотній зв'язок. Цьому може бути декілька пояснень. Так, у випадку зростання процентних ставок за кредитами попит на них з боку фірм зменшується, оскільки 1) скорочується кількість проектів, рентабельність яких перевищує процентну ставку; 2) більш привабливими стають інші джерела фінансування проектів (зокрема, за рахунок емісії облігацій). З боку домогосподарств попит також зменшується, оскільки у певної частини населення

наявні доходи перестають покривати зростаючі витрати на обслуговування кредиту. З аналогічних причин скорочується попит на кредити і з боку держави.

Доцільно відзначити, що зростання рівня процентних ставок на кредити може супроводжуватися загальним зростанням рівня процентних ставок, тому більший вплив на попит на кредити можуть мати не номінальні значення ставок, а різноманітні спреди (наприклад, між ставками на кредити в національній та іноземній валюті, на кредити та депозити, на кредити та за облігаціями, між рівнем рентабельності виробництва та ставкою за кредитами тощо).

Зокрема попит на кредити знизиться, якщо ставки за кредитами в іноземній валюті будуть нижчими, ніж в національній валюті. Крім того, якщо ставки за депозитами та рентабельність операцій з фінансовими активами перевищать рентабельність виробництва, більш вигідним буде скорочення операційної діяльності підприємств (а відповідно – попиту на кредити) та розгортання інвестиційної діяльності. Таким чином, можна зробити висновок, що попит на кредити зростає, коли рентабельність виробництва знаходиться в рамках спреду між ставками на кредити та депозити.

Однак вплив процентних ставок на попит на кредити не є одновекторним. Так, оскільки зростання процентних ставок за кредитами призводить до зростання експлуатаційних витрат фірми, це, як розглядалося раніше, спричинить потребу у формуванні додаткового оборотного капіталу, яка буде задовольнятися у т.ч. за рахунок збільшення банківських кредитів. Крім того, збільшення доходності фінансових активів внаслідок зростання процентних ставок може створити додатковий попит на кредити з боку небанківських фінансових посередників.

Остання теза містить підтвердження, що *ступінь розвиненості фінансових ринків* також доцільно розглядати як фактор попиту на кредити. Однак вектор впливу даного фактору залишається дискусійним. З одного боку, як зазначалося, розвинений фінансовий ринок стимулює попит на кредити, з боку небанківських фінансових посередників. Однак, з іншого боку, наявність розвиненого

фінансового ринку здешевлює та розширює спектр джерел фінансування оборотного капіталу, що є альтернативою банківському кредитуванню.

Встановлено, що більш забезпечені домогосподарства та великі фірми демонструють більшу схильність до кредитних запозичень. Отже, *рівень багатства (добробуту)*, як і у випадку попиту на гроші, виступає фактором попиту на кредит.

Інфляцію також можна визнати і детермінантою *попиту на кредит*, що чинить різновекторний вплив. З одного боку, інфляційний тиск провокує скорочення попиту на кредити, оскільки 1) внаслідок зростання цін скорочуються реальні доходи фірм та домогосподарств, що ускладнює обслуговування витрат на виплату процентів за кредитами; 2) інфляція часто провокує зростання рівня процентних ставок, у т.ч. за кредитами.

Однак з іншого боку інфляція позитивно впливає на попит на кредити в силу таких причин: 1) зростають експлуатаційні витрати фірми, що, як розглядалося раніше, спричинить потребу у формуванні додаткового оборотного капіталу; 2) реалізується прямий вплив зростання процентних ставок, що був розглянутий вище; 3) за умов незмінності номінальних процентних ставок, реальні ставки за кредитами внаслідок інфляції зменшаться, що зробить кредитування більш привабливим.

Зменшення довіри населення до національної валюти в умовах значної *волатильності валютного курсу*, також позначається на *зниженні попиту на кредити*.

Очікування та переконання економічних агентів також виступають впливовим фактором попиту на кредити. Так, оптимістичні прогнози щодо зростання рентабельності виробництва стимулюють попит на кредити з боку реального сектора економіки; підвищення доходності портфельних інвестицій (зокрема, *утворення бульбашок на ринку фінансових активів*) – з боку фінансового сектора економіки; зростання зайнятості, заробітних плат та інших доходів – з боку населення. Водночас і песимістичні прогнози, наприклад,

інфляційні очікування та подальше зростання процентних ставок, можуть стимулювати до отримання кредитів у поточному періоді, тобто *ex ante*.

Що стосується фактору *технологічних інновацій в платіжній сфері*, то він, як і у випадку з попитом на гроші, також є релевантним щодо попиту на кредити. Так, наприклад, розповсюдження банківських карток робить отримання овердрафту більш зручним і доступним, зокрема за рахунок зниження трансакційних витрат, унаслідок чого попит на даний вид кредитів зростає.

За результатами проведеного дослідження можна зробити висновок, що детермінанти рівня та динаміки попиту на гроші та на кредит є подібними (рис. 1.5), однак напрямок їх впливу та еластичність реакції можуть не співпадати. Це свідчить про необґрунтованість гіпотези про тотожність попиту на гроші та на кредит та підвищує актуальність дослідження механізму їх консолідації.

Так найбільш простий, з нашої точки зору, варіант такого урівноваження міститься у моделі буферного запасу грошей (*buffer-stock model*) [110]. У рамках даної концепції вважається, що економічні агенти не тільки мають необхідні їм касові запаси, але й вимушені утримувати незаплановані додаткові (буферні) залишки. Серед причин такого утримання виділяють такі: 1) неможливість переведення грошей у форму інших активів внаслідок високих трансакційних витрат; 2) бажання утримувати буферний запас як захист від можливих втрат у майбутньому.





Рисунок 1.5 – Основні фактори попиту на гроші та на кредит

Виходячи з цього, може скластися враження, що додатковий обсяг грошових запасів повністю абсорбується попитом на гроші, який *ex post* дорівнює задоволеному попиту на кредити.

На нашу думку, таке враження буде частково помилковим, оскільки 1) наявність трансакційних витрат, хоча і, безумовно, впливає, однак не нівелює існування трансакційного та спекулятивного попиту на гроші, внаслідок чого гроші переводяться у форму інших активів; 2) у величині попиту на гроші *ex ante* вже враховані економічні очікування агентів, а відповідно, під впливом мотиву обачності вони створять додатковий запас грошей у існуючій пропорції споживання – заощадження на чорний день – інвестиції, тобто частина додаткових грошей буде витрачена на споживання та переведена у більш доходні активи. Таким чином, попит на гроші не буде тотожним попиту на кредити, хоча часткове зближення між їх величинами відбудеться.

Іншим варіантом пояснення є використання незапланованих надходжень на погашення існуючих боргів агентів за овердрафтами, внаслідок чого надмірна частина грошей вибуває з обігу [111]. Отже за допомогою такого механізму нерівні *ex ante* попит на гроші та кредит урівноважуються *ex post*. Тут доцільно зробити дві ремарки: 1) дана концепція не заперечує можливості нерівності показників попиту на гроші та на кредит; 2) такий механізм урівноваження може бути дієвим лише частково, оскільки не всі економічні агенти мають відкриті овердрафти. Таким чином, можна зробити аналогічний висновок щодо часткового зближення (однак не тотожності) між попитом на гроші та на кредити за рахунок агентів, які мають відкриті овердрафти.

Ще один із механізмів взаємодії попиту на кредит та на гроші передбачає, що попитом на гроші визначається, яка саме частина незапланованих надходжень (додаткових депозитів, створених в результаті задоволення попиту на кредити) буде утримуватися у якості резерву, а яка (за даних економічних умов) частина грошей буде переведена в інші активи, поки незапланований рівень грошових залишків не досягне запланованої частки від загального портфеля [5, 109, 112]. Отже, виходячи з даної концепції формування рівноваги

на грошово-кредитному ринку, попит на кредити також може не співпадати з попитом на гроші як запас, хоча часткове зближення між їх величинами не заперечується.

На нашу думку, на практиці відбувається комбінована дія усіх перерахованих механізмів. Так, під впливом мотиву обачності у прийнятій пропорції частину додаткових грошей економічні агенти спрямовують на створення додаткового запасу грошей. Частина залишку використовується для погашення заборгованості за овердрафтами (у випадку їх наявності).

Дії агентів відносно іншої частини залишку пропонуємо аналізувати виходячи з постулатів сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів. Так, у підрозділі 1.1 нами було обґрунтовано, що дослідження феномену рівноваги, доцільно проводити з урахуванням існування порогової чутливості економічних змінних. Так, на нашу думку, в певних прийнятних межах вільна частина залишку додаткового обсягу грошових запасів буде повністю абсорбуватися попитом на гроші, трансформуючись у ліквідний буфер зокрема під впливом високих трансакційних витрат. Однак у випадку, якщо обсяг залишку буде більшим від певного порогового значення, він буде витрачений на споживання та/або трансформується у більш доходні активи внаслідок існування високих альтернативних витрат утримання грошових запасів та їх інфляційного знецінення. Звичайно, зазначені трансформації можуть викликати зміни у рівні та динаміці економічних показників (наприклад, реального випуску, інфляції, процентних ставок, цін на фінансові та не фінансові активи тощо). Це у подальшому може стимулювати зміни у попиті на гроші та на кредит і призвести до встановлення нового рівноважного стану на грошово-кредитному ринку.

У сучасній монетарній економіці конкурують дві протилежних концепції щодо природи пропозиції грошей та ролі центрального банку в управлінні нею.

Традиційне монетаристське бачення процесу формування пропозиції грошей базується на відомій моделі грошового мультиплікатора, розширена модифікація якої виглядає так:

$$M_s = m \times B = \left[\frac{1 + (C/D)}{(C/D) + (R/D) + (ER/D)} \right] \times B, \quad (1.15)$$

де M_s – обсяг (запас) пропозиції грошей; m – грошовий мультиплікатор; B – грошова база; C/D – відношення готівки до депозитів, R/D – норма обов'язкових резервів; ER/D – надлишкові резерви щодо депозитів.

За визначенням Національного банку України, грошова база включає готівкові кошти, випущені в обіг Національним банком України, і переказні депозити в національній валюті в Національному банку України. До готівкових коштів в обігу належать банкноти та монети, емітовані Національним банком України, за винятком банкнот і монет у сховищах Національного банку України, касах і банкоматах установ Національного банку України. До переказних депозитів належать зобов'язання Національного банку України за коштами на кореспондентських рахунках, коштами обов'язкових резервів та іншими коштами на вимогу інших депозитних корпорацій, а також коштами на рахунках інших фінансових корпорацій, нефінансових корпорацій та домашніх господарств (працівників Національного банку) у національній валюті в Національному банку України [113].

Прихильники монетаризму відстоюють екзогенний характер грошової маси, стверджуючи, що пропозиція грошей визначається виключно ЦБ шляхом повного контролю та регулювання грошової бази за рахунок готівкової та безготівкової емісії. Основними каналами безготівкової емісії є купівля ЦБ державних облігацій в національній валюті, проведення операцій з підтримки ліквідності комерційних банків, купівля іноземної валюти на внутрішньодержавному валютному ринку.

На думку В.К. Бурлачкова, при такому підході легко доводиться вплив грошей на сукупний попит і рівень цін, стає очевидним положення традиційної кількісної теорії про прямий зв'язок грошової маси і цін, однозначними є і практичні рекомендації – грошові агрегати повинні стати цільовими показниками економічної політики, тобто слід забезпечити їх таргетування [114].

Однак дана концепція наражається на критику різної інтенсивності. Зокрема більшість дослідників визнають ендогенний характер формування вторинної ліквідності, тобто невідконтрольність ЦБ мультиплікаційного ефекту розширення депозитів.

Як видно з формули (1.15), грошовий мультиплікатор є комплексним параметром грошово-кредитної системи, розмір якого залежить від поведінки трьох основних коефіцієнтів. Безумовно, норма обов'язкових резервів визначається і контролюється ЦБ. Однак показники відношення готівки та надлишкових резервів до депозитів можуть відрізнятися від запланованих ЦБ в рамках реалізації ГКП, оскільки вони значною мірою визначаються рішеннями небанківських економічних агентів та комерційних банків щодо формування структури їх портфелів.

Ми погоджуємося з думкою Г. Габбарда [91], що небажання клієнтів розміщувати депозити в банках (зростання C/D), яке викликає послаблення ефекту кредитного мультиплікатора, залежить від рівня багатства, очікуваної віддачі на депозити, ризиковості та ліквідності депозитних вкладень, мінізації підприємницької діяльності тощо. Як зазначалося вище, використання безготівкових грошей зростає також внаслідок широкого поширення нових форм грошових платежів за допомогою платіжних карт (як банківських, так і передплачених), електронних грошей, роздрібних електронних переказів, інтернет та мобайл-банкінгу тощо.

Джерелом ендогенного коливання грошової маси також є коливання надлишкових резервів залежно від фази циклу і оцінок майбутньої прибутковості активів. Так, додатковий запас резервів банки можуть створювати під впливом спекулятивних мотивів в очікуванні зростання процентних ставок. Крім того, в умовах несприятливих оцінок майбутньої кон'юнктури, очікувань відтоку депозитів або їх значних коливань банки схильні накопичувати додатковий (буферний) запас надлишкових резервів під впливом мотиву обачності. Даному процесу сприяє також існування штрафних

санкцій, що застосовуються до банків з боку ЦБ у випадку порушення нормативів обов'язкового регулювання.

І, навпаки, переважання оптимістичних очікувань щодо майбутнього виступатиме каталізатором максимально повного використання резервів банками. Додатковим стимулом до цього виступає наявність альтернативних втрат, оскільки ЦБ зазвичай не платять проценти за залишками банків на кореспондентських рахунках.

Компромісною є концепція часткової ендогенності грошової пропозиції, прихильники якої, визнаючи обмежений вплив ЦБ на грошовий мультиплікатор, наполягають на абсолютній екзогенності первинної ліквідності – грошової бази, оскільки її компоненти є зобов'язаннями ЦБ. Іншими словами висувається неявне припущення про *абсолютну прогнозованість та контрольованість* зобов'язань ЦБ. Однак, на нашу думку, щодо останньої тези можна висунути низку критичних заперечень. Розпочнемо з аргументів щодо ускладненого прогнозування грошової бази.

По-перше, прогнозування обсягів рефінансування (в Україні – через постійну діючу лінію рефінансування для надання банкам кредитів овернайт) з боку ЦБ ускладнюється, оскільки вони визначаються самими банками та надаються фактично в автоматичному режимі.

По-друге, хоча операції з державними облігаціями вважаються більш керованими, ніж операції з рефінансування, ступінь їх прогнозованості та контрольованості залежить від *ступеню незалежності ЦБ*, в іншому випадку на обсяг грошової бази значний вплив матиме *обсяг бюджетного дефіциту*.

По-третє, частина зобов'язань ЦБ (відповідно – грошової бази) взагалі не є результатом застосування інструментів ГКП. Основними складовими цієї частини, які фахівці Європейського центрального банку [115] називають "*автономними чинниками*", є суми банкнот в обігу, державних депозитів за мінусом чистих іноземних активів, а також інші нетто-статті, що впливають ліквідність грошового ринку. У структурі зобов'язань НБУ такими чинниками є банкноти та монети в обігу, кошти державних та інших установ (інших

фінансових корпорацій, нефінансових корпорацій та домашніх господарств (працівників НБУ)). Фактори, що визначають кількість готівки в обігу були розглянуті вище в аспекті дослідження нестабільності співвідношення C/D. Залишки коштів державних та інших установ в ЦБ також є обмежено прогнозованими, оскільки залежать від *інтенсивності трансакцій між державним та приватним сектором*. Варто однак зазначити, що частка автономних чинників у зобов'язаннях центральних банків зазвичай є незначною.

Контрольованість зобов'язань (навіть в умовах їх ускладненої прогнозованості) передбачає можливість ЦБ застосовувати компенсаторні інструменти ГКП з метою підтримання обсягу грошової бази на запланованому рівні. Така можливість ЦБ також є обмеженою, оскільки застосування компенсаторних інструментів ГКП

1) певною мірою *є технічно складним та витратним*, причому технічні труднощі та організаційні витрати зростають зі скороченням тривалості періоду, протягом якого таргет грошової бази повинен бути досягнутий [116]. Фактично, в рамках проведення операцій з державними облігаціями відбувається втрата частини сеньйоражу. Проведення тендерів з підтримання ліквідності та емісія власних боргових зобов'язань також потребує витрат часу та фінансових ресурсів ;

2) *призводить до небажаних наслідків:*

а) *зростання волатильності короткострокових процентних ставок, що є небажаним* в умовах застосування режиму таргетування процентних ставок та негативно впливає на функціонування грошово-кредитного ринку;

б) *зростання надлишкових резервів* у періоди експансивної ГКП внаслідок неспроможності банків розширити кредитування в умовах відсутності попиту на кредити з боку небанківських економічних агентів;

в) *дестабілізації банківської системи* у випадку недостатнього обсягу підтримки ліквідності комерційних банків з боку ЦБ у періоди рестрикційної ГКП.

Враховуючи розглянуті фактори, представники посткейнсіанській теорії грошей спростовують дієвість монетаристської моделі грошового мультиплікатора, обґрунтовуючи, що обсяг грошової маси визначається більшою мірою не ЦБ, а ендогенно – внаслідок пристосування грошової пропозиції до *попиту на кредити з боку небанківських економічних агентів*. Отже, пропозиція грошей суттєво визначається факторами попиту на кредити, що були розглянуті вище.

Характерно, що серед прихильників концепції ендогенності грошової пропозиції багато працівників та очільників центральних банків різних країн. Так колишній старший віце-президент Федерального резервного банку Нью-Йорку А. Холмс ще у 1969 році зазначав, що “в реальному світі банки розширюють кредитування, створюючи при цьому депозити, а вже потім шукають резерви” [117]. Пізніше, у 1994 році, дану тезу підтвердив його колега з Банку Англії М. Кінг, визнавши, що “У Сполученому Королівстві, гроші є ендогенними – Банк Англії постачає грошову базу за вимогою під переважаючу процентну ставку і грошова маса створюється банківською системою” [118].

Теза про те, що ЦБ вимушений підтримувати ліквідність комерційних банків за вимогою з метою недопущення банківської кризи лежить в основі обґрунтування ендогенності політики ЦБ прихильниками акомодативного напрямку у посткейнсіанській теорії грошей.

Варто додати, що ендогенність дій ЦБ, а відповідно – грошової пропозиції, посилюється в умовах *таргетування курсу національної валюти*, оскільки ЦБ в країні з відкритою економікою вимушений проводити інтервенції під впливом *змін в міжнародному фінансовому середовищі*. Дія даного фактору прослідковується також на прикладі застосування ЦБ багатьох країн світу політики кількісного пом'якшення для стимулювання і захисту власних економік від негативних наслідків світової фінансової кризи.

Крім того, монетарна політика може формуватися з урахуванням *інтересів крупних фінансистів*.

На думку прихильників структуралістського напрямку у посткейнсіанській

теорії грошей, навіть у випадку, якщо ЦБ відмовиться адаптуватися до змін у попиті на банківські резерви, банки матимуть змогу самостійно фондувати свої активи за рахунок залучення міжбанківських запозичень, емісії депозитних сертифікатів, облігацій та єврооблігацій, сек'юритизації та/або продажу активів. Крім того, дочірні банки можуть отримувати фондування від материнських компаній. Отже, чутливість банків до монетарних імпульсів знижується за умов *доступності альтернативних джерел залучення банківських ресурсів*, незалежних від політики рефінансування та обов'язкового резервування з боку ЦБ [108, 119].

Можливість банку залучати ліквідність з альтернативних джерел (особливо у кризові періоди) значною мірою обумовлюється *рівнем його капіталізації* [108, 119 – 121]. Крім того, розмір капіталу банку впливає на його кредитну активність внаслідок необхідності виконання регулятивних обмежень (зокрема економічних нормативів) з боку ЦБ. Також достатньо капіталізовані банки, маючи “запас міцності”, демонструють підвищений апетит до ризику і здійснюють більш агресивне кредитування. Так, А. Боуграра вважає, що стимулювання збільшення капіталізації банківського сектора може бути більш ефективним, ніж проведення експансійних монетарної і фіскальної політик. Натомість жорстке регулювання адекватності капіталу нівелює вплив стимулюючих монетарних шоків на розширення кредитування [121].

Роль банків у поширенні монетарних імпульсів обумовлюється також *структурою та якістю їх активів*. Так, численні дослідження свідчать, що банки, які мають *значний буфер ліквідності* є менш чутливими до монетарних шоків [121]. Наявність у розпорядженні банку *вкладень у ліквідні цінні папери* дозволяє за необхідності розширити кредитування за рахунок їх реалізації або використання як забезпечення за кредитами від ЦБ або інших комерційних банків.

Крім того, кредитна активність банків, які мають значну частину більш привабливих, однак більш волатильних *непроцентних доходів* (від торгових, інвестиційно-банківських, касово-розрахункових, брокерських,

консультаційних послуг і т. ін.), є більш чутливою до монетарних шоків [120].

Висока якість активів (зокрема кредитного портфелю банку) підвищує можливості банку щодо проведення операцій з сек'юритизації та/або продажу таких активів, а також стимулює підвищення апетиту до ризику і сприяє активізації кредитування. Крім того, ЦБ регламентують формування та використання банками резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями, необхідність формування яких пов'язана зі зменшенням корисності активів. Величина зазначених резервів зазвичай визначається якістю активів, зокрема класом позичальника, забезпеченістю кредиту. Такі резерви зменшують балансову вартість активів банку та формуються за рахунок нарощення витрат банку, що знижує рентабельність його діяльності, можливості щодо залучення фінансування. Отже, низька якість активів дестимулює банківське кредитування [108].

Апетит банку до кредитного ризику обумовлюється також *розвитком інструментів трансферу ризиків*, що впливає на визначення умов запозичень і, відповідно, доступність кредиту. Такими інструментами можуть слугувати кредитні деривативи, а також механізм сек'юритизації активів [120].

Окрім закономірностей, зазначених вище, на користь існування *ризикового (risk taking) каналу* монетарної трансмісії свідчить взаємозв'язок між характером ГКП та апетитом банків до ризику. Зокрема очікування банків на певну "підстраховку" від ЦБ внаслідок проведення акомодативної політики, може спричинити підвищену агресивність кредитної політики [108].

Додаткове розширення пропозиції грошей як результат проведення політики "дешевих грошей" у довгостроковому періоді може відбутися ще й за рахунок підвищення попиту банків на більш ризикові, однак більш доходні активи внаслідок стратегії "пошуку заробітку" (search for yield), прив'язки бонусів управлінців до результатів діяльності банку, зростання оцінок вартості активів, що використовуються як забезпечення за кредитами [108, 119-121]

Таким чином, ми погоджуємося з думкою Т.І. Поллі [88], що пропозиція грошей визначається у сукупності діями монетарної влади (ЦБ), рішеннями

комерційних банків в сфері управління активами та пасивами, рішеннями небанківських економічних агентів з приводу формування структури портфелю, а також попитом на банківські кредити.

Висновки до розділу 1

1. З теоретичної точки зору економічну рівновагу (рівновагу на фінансовому ринку) доцільно визначити як певний стан економічної системи (фінансового ринку), що характеризується наступними ознаками: локальна динамічна стійкість відповідних економічних змінних; досягнення економічними змінними певних граничних значень (вихід за рамки локальності) спричиняє перехід на новий рівень рівноваги; наміри економічних агентів є збалансованими (урівноваженими); у економічних агентів відсутні спонукальні мотиви змінювати свою поведінку (внаслідок досягнення оптимуму); у економічних агентів відсутні ініціативи до зміни власних переконань (внаслідок підтвердження переконань усією наявною інформацією). Однак, наведені вище ознаки рівноваги не повністю відповідають практичним потребам регулювання економічних систем в умовах глобалізації та істотної волатильності макроекономічних показників.

2. Дослідження феномену економічної рівноваги доцільно проводити з урахуванням сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів, зокрема враховуючи: ефект “розростання малого”, наявність порогової чутливості економічних змінних, можливість емерджентних змін напрямів протікання процесів.

3. При здійсненні управлінського впливу на параметри економічної системи (фінансового ринку) з метою досягнення рівноважного стану доцільно враховувати наступні аспекти: відхилення системи від рівноважного стану може бути викликано не лише впливом зовнішнього середовища, але й ускладненням або деградацією її внутрішньої структури; економічні агенти

будують свою поведінку на основі очікувань та переконань з урахуванням наявної інформації, виходячи з чого формування економічних сигналів доцільно розглядати як один із дієвих інструментів досягнення рівноважного стану; у стабільному середовищі ринок сам підтримує свою збалансованість (у тому числі внаслідок формування коректних економічних прогнозів), тому зусилля управління доцільно спрямувати на запобігання досягненню економічними змінними їх граничних значень (вихід за рамки локальності), що спричиняє розгортання кризових явищ.

4. Результати дослідження меж та структури грошово-кредитного ринку на основі теоретичного, нормативного та емпіричного підходів засвідчують, що у довідково-енциклопедичній або науковій літературі (теоретичний підхід) визначення даного ринку практично не зустрічається. Опосередковано грошово-кредитний ринок згадується у взаємозв'язку із визначеннями інших фінансових ринків: грошового, позикових капіталів, кредитного, капіталів. Однак, межі даних ринків істотно різняться і залежать від суб'єктивного бачення дослідником структури фінансової системи в цілому. Нормативний та емпіричний підходи також не дозволяють чітко встановити структуру грошово-кредитного ринку, оскільки у нормативно-правових актах, а також у дослідницьких, аналітичних та статистичних матеріалах представників НБУ (та інших органів державної влади) не вдалось віднайти ґрунтовних визначень поняття “грошово-кредитний ринок”.

5. За результатами проведених досліджень, у межах нормативного та емпіричного підходів, нами сформульовано базові принципи, визначення структури грошово-кредитного ринку: даний ринок включатиме у себе ті сегменти фінансового ринку, на яких НБУ може здійснювати власні операції або опосередковано впливати на кон'юнктуру за допомогою інструментів грошово-кредитної політики; інформація про кон'юнктуру грошово-кредитного ринку та про результати діяльності ключових його суб'єктів повинна відображатись у аналітичних матеріалах та статичній звітності Національного банку; віднесення сегментів фінансового ринку до грошово-кредитного ринку

не повинно суперечити функціям та напрямкам діяльності НБУ, які визначені законодавством. Таким чином, інтегруючою та регулюючою силою грошово-кредитного ринку є Національний банк, а ключовим призначенням даного ринку – перерозподіл фінансових ресурсів під контролем (у межах здійснення грошово-кредитної політики) НБУ.

6. Вивчення методичних підходів до формування рівноваги грошово-кредитного ринку на основі модифікацій моделі IS-LM (IS-LM-BP, IS-LM-PC, IS-LM-FE, IS-LM-PhC) дає підстави для твердження, що рівновага грошово-кредитного ринку відіграє ключову роль у досягненні рівноваги інших економічних систем: товарного ринку, платіжного балансу, ринку капіталу, ринку праці; а також макроекономічної рівноваги на основі повної зайнятості. Причому важливу роль в інструментарії урівноваження грошово-кредитного ринку відіграє монетарне правило.

7. Концепції “пастки ліквідності”, “нейтральності (ендогенності) грошей)”, а також виділений нами ефект “пастки процентної політики” мають важливе значення для розуміння глибоких процесів, які визначають рівновагу грошово-кредитного ринку. На нашу думку, не доцільно приймати за основу погляд на гроші як абсолютно ендегенну характеристику системи економічних відносин. Натомість, необхідно говорити про певний рівень нейтральності грошей, який залежить від конкретних умов функціонування тієї чи іншої національної економічної системи та від монетарної політики центрального банку країни. Концепція “пастки ліквідності” та ефект “пастки процентної політики” є взаємопов’язаними, однак концепція “пастки ліквідності” використовується переважно у теоретичних моделях, а виділений нами ефект “пастки процентної політики” має суто практичне значення для аналізу монетарної політики центральних банків. Необхідно підкреслити, що країни які розвиваються, зокрема Україна, мають достатній резерв ефективності процентної політики, за умови налагодження якісного функціонування процентного каналу трансмісійного механізму.

8. Підходи більшості вітчизняних та зарубіжних теоретиків щодо виділення факторів попиту на гроші є доволі подібними. Так, ключовими детермінантами вважаються зміни в економічній активності, рівні цін та швидкості обігу грошей. Останній показник визначається рішеннями економічних агентів щодо структури портфелю, інноваціями у платіжній сфері та очікуваннями економічних агентів.

9. За результатами порівняльного аналізу визначено, що детермінанти рівня та динаміки попиту на гроші та на кредит є подібними, однак напрямок їх впливу та еластичність реакції може не співпадати. Виходячи з цього, зроблено висновок про необґрунтованість гіпотези щодо цілковитої тотожності попиту на гроші та на кредит. У результаті синтезу існуючих теоретичних підходів, з урахуванням постулатів сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів, запропоновано авторське бачення механізму консолідації попиту на гроші та на кредит у процесі досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку. Встановлено, що пропозиція грошей визначається як діями центрального банку, рішеннями комерційних банків в сфері управління активами та пасивами, так і рішеннями небанківських економічних агентів з приводу формування структури портфелю, а також попитом на банківські кредити.

10. Доведено, що можливості центрального банку щодо прогнозування та контролю структури та динаміки грошової маси є обмеженими, що робить таргетування процентних ставок більш дієвим інструментом досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку, ніж таргетування монетарних агрегатів.

Основні положення першого розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [56, 122, 123, 124, 125].



РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1 Система формування рівноваги грошово-кредитного ринку

У першому розділі дисертаційного дослідження проаналізовано теоретичні засади та фактори формування рівноваги грошово-кредитного ринку. Однак, вирішення завдання урівноваження грошового ринку (дане поняття вживатимемо як тотожне поняттю “грошово-кредитний ринок”) України потребує розробки цілісної концепції, яка ґрунтуватиметься на засадах системного підходу щодо управління рівновагою даного ринку.

Одним із основних висновків, зроблених у першому розділі дослідження, є обґрунтування ключової характеристики ГКР, яка визначає його внутрішню структуру та обумовлює специфіку побудови системи управління даним ринком. Такою фундаментальною характеристикою є теза щодо визначальної ролі Національного банку (у широкому розумінні – будь-якого центрального банку) як інтегруючої та регулюючої сили грошово-кредитного ринку; а ключове призначення даного ринку полягає у перерозподілі грошових потоків під контролем (у межах здійснення грошово-кредитної політики) центрального банку.

Потрібно зазначити, що дане твердження, не зважаючи на можливу відмінність визначень терміну “грошово-кредитний ринок” у законодавчому полі окремих держав, також є справедливим для будь-яких країн з ринковою економікою, оскільки його глибинний зміст ґрунтується на економічній логіці протікання та регулювання фінансових процесів. Однак, при застосуванні наведеної нами логіки суджень необхідно враховувати специфіку кожної національної системи регулювання ринку фінансових послуг. Зокрема,

наявність мегарегулятора даного ринку або реалізацію секторної моделі регулювання.

Прийняття за основу наведеної вище фундаментальної характеристики дозволяє визначити правила, відповідно до яких визначатиметься перелік суб'єктів та інструментів даного ринку. Короткий опис даних складових грошово-кредитного ринку наведено у підрозділі 1.2 дослідження. Більш детальна формалізація внутрішньої структури ГКР, на наш погляд, є недоцільною оскільки: 1) ключове завдання даного дослідження має більш прикладний характер: визначення підходів до формування рівноважного стану ринку; 2) постійно відбувається зміна нормативно-правових актів у сфері регулювання банківських та фінансових операцій, що призводить до необхідності перманентного уточнення складових грошово-кредитного ринку та взаємозв'язків між ними.

Таким чином, у даному підрозділі ми розглянемо наукові підходи до формування системи, яка забезпечить ефективне управління грошово-кредитним ринком з метою його урівноваження. Необхідно зазначити, що, враховуючи проведені теоретичні дослідження, основні результати яких викладені у першому розділі дисертації, а також аналіз грошового ринку України та інших держав, ми пропонуємо *під рівновагою грошово-кредитного ринку розуміти* такий його стан (з точки зору динаміки – траєкторію розвитку), у якому на основі збалансування попиту і пропозиції грошей забезпечується дотримання ключових монетарних пропорцій та досягаються цілі монетарної політики НБУ при одночасному формуванні монетарних імпульсів, необхідних для підтримки сталого економічного зростання. Під монетарними пропорціями ми розуміємо збалансованість макроекономічних показників із показниками обсягу (структури, вартості) грошової маси, наприклад: урівноваженість грошової та товарної маси (рівняння обміну), збалансованість припливу та відтоку фінансових ресурсів у межах платіжного балансу (передумова

формування рівноваги платіжного балансу), забезпечення прийняттого рівня монетизації економіки, формування достатнього рівня ліквідності банківської системи (урівноваження притоку та відтоку фінансових ресурсів комерційних банків), збалансування попиту та пропозиції кредитних ресурсів і т.ін. Не зважаючи на те, що зазначені вище монетарні пропорції стосуються різноманітних сфер економічної діяльності, їх спільною ознакою є визначальний вплив кон'юнктури грошово-кредитного ринку на урівноваження даних пропорцій. Даний вплив, перш за все, забезпечується шляхом збалансування Національним банком пропозиції грошей та попиту на гроші.

Звісно, у такій інтерпретації цільова функція системи управління, ключовим елементом якої виступатиме центральний банк, на перший погляд видається необґрунтовано широкою. Результати вивчення світового досвіду щодо формування цілей монетарної політики засвідчують, що у багатьох країнах, які успішно розвиваються, центральний банк відповідає не лише за суто монетарні показники. На нього на законодавчому рівні часто покладається завдання підтримки макроекономічної політики уряду. Наприклад, у ключовому законодавчому акті (Federal Reserve Act, Section 2A) [126], який визначає порядок функціонування Федеральної резервної системи США (ФРС), завдання даного органу монетарної влади визначаються досить широко: підтримання довгострокового зростання монетарних агрегатів відповідно до довгострокового економічного потенціалу для збільшення виробництва та забезпечення максимальної зайнятості, стійких цін, і помірних довгострокових процентних ставок. Також зазначимо, що ФРС на законодавчому рівні не визначає цільовий рівень інфляції, хоча неформально орієнтується на річний темп приросту інфляції близько 2% [127].

Теза щодо необхідності розширення цільової функції Національного банку України також підтверджується практичним досвідом регулювання монетарних процесів у нашій державі. Як відомо стаття 99 Конституції України визначає

основну мету Національного банку, як забезпечення стабільності грошової одиниці держави. Однак, стабільність грошової одиниці має два виміри: зовнішній – обмінний курс та внутрішній – інфляцію. До середини 2010 року НБУ орієнтувався на підтримання стабільності обмінного курсу гривні.

У липні 2010 року були прийняті зміни до Закону України “Про Національний банк України”. Зокрема, змінено статтю 6 даного закону, якою визначено чітку ієрархію цілей НБУ: 1) пріоритетом є досягнення та підтримка цінової стабільності; 2) сприяння стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню зазначеної вище пріоритетної цілі; 3) сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню попередніх двох цілей. Зазначимо, що як у попередньому, так і зміненому варіантах статті 6 були наведені вище цілі щодо цінової стабільності та стабільності банківської системи. Однак, у середині 2010 року зроблено два суттєвих уточнення: по-перше, змінено пріоритетність зазначених цілей (раніше ключовим завданням вважалося забезпечення стабільності банківської системи); по-друге, у статті 1 уточнено зміст терміну “цінова стабільність” (раніше зазначалось, що цінова стабільність досягається через регулювання обмінного курсу національної валюти, а зараз дане поняття інтерпретується як забезпечення стабільних та низьких індексів споживчих цін на середньостроковому (від 3 до 5 років) інтервалі).

Також істотно переглянуто зміст терміну “грошово-кредитна політика” у напрямку звуження цільової функції даної політики. Раніше серед цілей даної політики зазначалось регулювання економічного зростання, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу. На даний час, відповідно до діючих норм закону, грошово-кредитна політика повинна бути направлена виключно на забезпечення стабільності грошової одиниці України.

Крім уточнення цілей НБУ в 2010 році також були внесені зміни до статей 5, 9, 10, 16, 18, 24 Закону України “Про Національний банк України” якими забезпечено необхідний рівень незалежності центробанку. Незважаючи на в цілому позитивний характер даних змін, на нашу думку, потрібно більш чітко визначити роль НБУ у забезпеченні макроекономічної стабільності, зокрема, розробити прозорий механізм комунікацій НБУ з Урядом і суспільством. На дану проблему також зверталась істотна увага у рекомендаціях, розроблених експертами щодо зміни досліджуваного закону.

На нашу думку, інфляційне таргетування, яке після змін 2010 року де-юре закріплено положеннями закону “Про Національний банк України”, має ряд суттєвих вад, які проявились як на міжнародному, так і на національному рівнях. Незважаючи на те, що концепція інфляційного таргетування набула широкого розповсюдження протягом останніх 20 років, після світової фінансової кризи 2008-2009 років стало очевидним, що постулати монетаризму, на яких, зокрема, ґрунтується концепція таргетування інфляції, потребують серйозного перегляду. Криза показала, що класичні монетарні інструменти регулювання грошової маси працюють не достатньо ефективно та практично втратили свій регулюючий потенціал. Зокрема, ефективні процентні ставки грошового ринку у багатьох країнах були від’ємними, а базові процентні ставки наблизились до нуля. Таким чином, нівелюються інструменти процентної політики, яка відігравала ключову роль у системі монетарних інструментів центральних банків.

На національному рівні можна виділити ряд проблем, пов’язаних із впровадженням класичного інфляційного таргетування. По-перше, у вітчизняній фінансовій системі та економіці в цілому досить довго панували погляди на стабільність національної валюти як на стабільність обмінного курсу. Таким чином, бізнес та населення сприймають обмінний курс гривні як основний фінансовий індикатор при плануванні та управлінні своїми

фінансовими ресурсами. Як відомо, лібералізація обмінного курсу є необхідною умовою ефективного впровадження концепції інфляційного таргетування. Національний банк, навіть після прийняття розглянутих вище змін у законодавстві, не зважився сформувати реальний плаваючий режим валютного курсоутворення. Протягом 2011 – 2013 років, як і у попередні періоди, валютний ринок регулювався переважно шляхом валютних інтервенцій, а офіційних курс гривні – залишався стабільним. Лише політико-економічна криза кінця 2013 початку 2014 року призвела до впровадження реально плаваючого обмінного курсу.

По-друге, формальне внесення змін у законодавство щодо забезпечення цінової стабільності, навіть на фоні не достатньої політико-економічної волі щодо лібералізації валютного ринку, дозволило змістити пріоритети у монетарній політиці НБУ, спрямувавши більшість його інструментів на зниження інфляційної динаміки. Як наслідок, за результатами 2012-2013 років спостерігалось істотне зниження темпів росту споживчих цін: 2008 рік – 122,3%; 2009 рік – 112,3%; 2010 рік – 109,1%; 2011 рік – 104,6%; 2012 рік – 99,8%; 2013 рік – 100,5%. Враховуючи наведені показники, можна зробити висновок, що протягом останніх двох років в Україні спостерігалася нульова інфляційна динаміка. Як відомо, для забезпечення стабільного зростання економіки розвинені країни намагаються підтримувати приріст споживчих цін на рівні 2-3%, а країни, що розвиваються на рівні 5 – 7% [129]. Монетарна політика спрямована виключно на зменшення інфляційної динаміки виявилась неефективною на макроекономічному рівні: промислове виробництво скорочувалось, темпи приросту реального ВВП за результатами 2012-2013 років близькі до нуля, інвестиції зменшувалися, сальдо платіжного балансу погіршувалося.

Враховуючи зазначене вище, можна зробити логічний висновок щодо доцільності реформування існуючої монетарної політики НБУ у напрямку

урівноваження грошово-кредитного ринку України. Для досягнення цієї мети необхідно розробити систему формування рівноваги даного ринку, яка включатиме у себе два основні та один проміжний рівні, а також рівень оцінки ефективності управління (рис. 2.1). Як видно з даного рисунку, кожен із зазначених рівнів складається з кількох елементів, які необхідно аналізувати у їх взаємозв'язку.

Зазначимо, що наведена вище модель є переважно теоретичною (концептуальною) авторською оцінкою основних елементів системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку України. Дана модель використовуватиметься як основа для формування емпіричних підходів до управління рівновагою даного ринку на основі практичних досліджень, що проводитимуться у наступних підрозділах дисертаційного дослідження.

На першому рівні вирішуються методологічні питання, пов'язані з вибором фундаментальної концепції регулювання. Існують три альтернативні підходи до розробки даної концепції, зміст яких можна розкрити у наступних тезах: 1) досягнення загальної рівноваги можливе лише при мінімальному регулятивному впливі держави на економічні процеси в цілому і на банківську діяльність зокрема; 2) відсутність жорсткого регулювання грошового ринку завжди призводить до криз; 3) необхідно вивчати оптимальні способи регулювання без наголошування на вивченні необхідності регулювання як такого [128, с. 3 – 7]. Більш детально дані підходи будуть проаналізовані нижче.

На проміжному рівні (рис. 2.1) необхідно досліджувати питання покращення комунікації між НБУ та іншими органами державної влади у напрямку максимальної формалізації та підвищення рівня відкритості відносин між ними. Дана проблема безпосередньо пов'язана з питанням формування національної моделі регулювання ринку фінансових послуг і займає проміжне місце між першим та другим рівнем системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку.

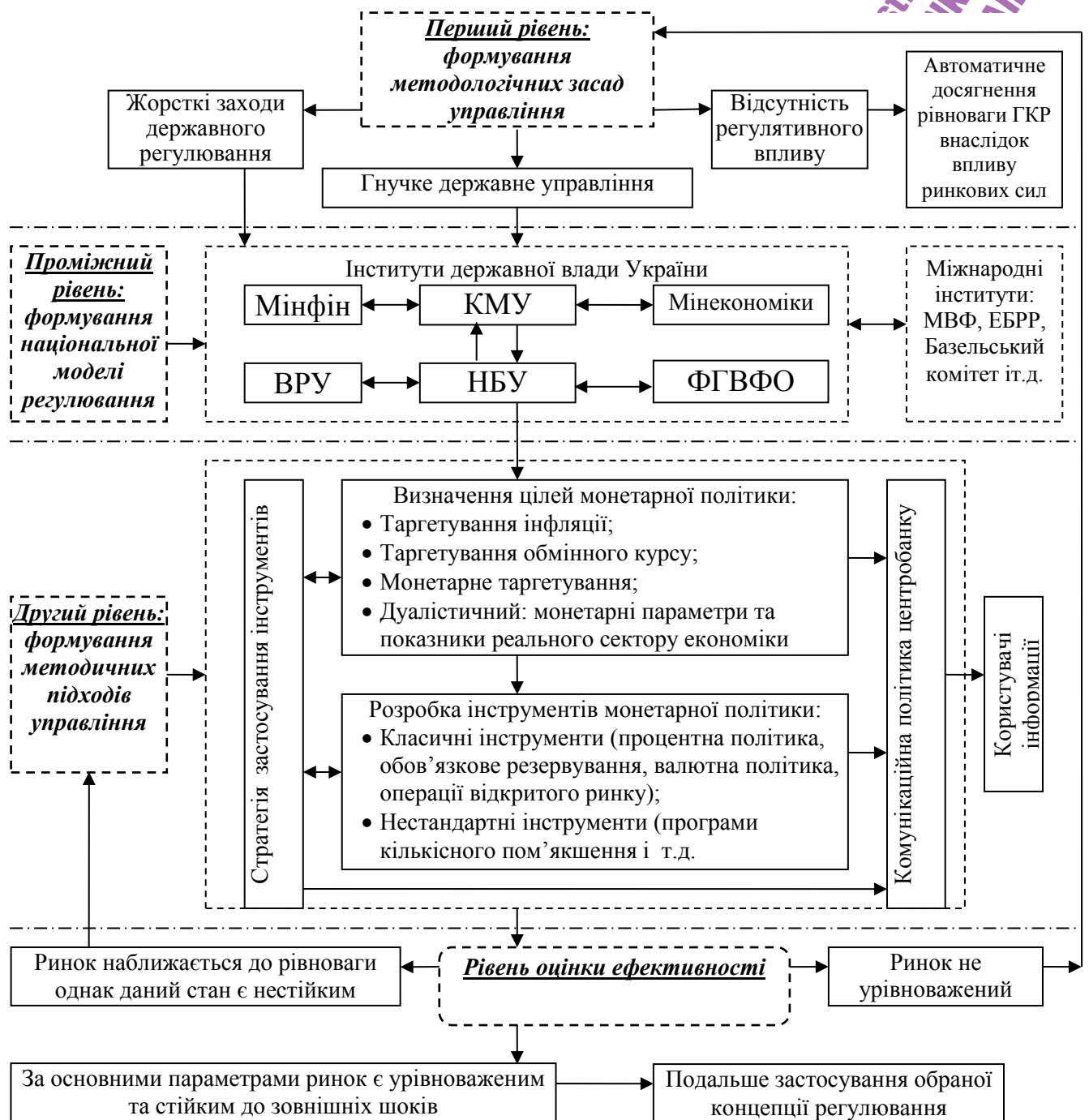


Рисунок 2.1 – Теоретична структурно-логічна модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку

У національній економіці, не зважаючи на секторний підхід до державного регулювання діяльності фінансових посередників, спостерігається тенденція щодо появи нових інститутів, які отримують окремі повноваження, що раніше були сконцентровані в НБУ. Зокрема, навесні 2012 року був прийнятий Закон України №4452-VI “Про систему гарантування вкладів фізичних осіб” [149].

Даний закон суттєво змінив концептуальні засади функціонування системи гарантування вкладів фізичних осіб в Україні та істотно розширив повноваження Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) у контексті нагляду, реорганізації та ліквідації неплатоспроможних банків [150]. Отже, в Україні продовжується формування децентралізованої моделі регулювання фінансового ринку. Поряд з традиційними регуляторами такими, як Національний банк; Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР); а також Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацфінпослуг); з'явився ще один регулятор: Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

Альтернативна модель, яка передбачає концентрацію даних повноважень у мегарегулятора фінансового ринку, на даному етапі розвитку соціально-економічних процесів є неактуальною для України. На схемі 2.1 НКЦПФР та Нацфінпослуг окремо не відображені, оскільки вони не здійснюють безпосереднього впливу на діяльність банків та на більшість операцій суб'єктів грошового ринку. У контексті формування національної моделі регулювання на даному рисунку також відображено наступні ідеї: 1) Міністерство фінансів (Мінфін) та Міністерство економічного розвитку і торгівлі (Мінекономіки) є ключовими структурами у системі центральних органів виконавчої влади України (підпорядковуються Кабінету Міністрів України), які здійснюють співробітництво з Національним банком; 2) з Верховною Радою України НБУ співпрацює у процесі розробки та проведенні експертиз нормативних актів пов'язаних з регулюванням банківської діяльності; 3) на грошовий ринок зазначені органи державної влади переважно впливають через взаємодію з Правлінням Національного банку. Крім того, вплив Верховної Ради та Президента України на діяльність Національного банку здійснюється через Раду НБУ, яка формується на пропорційній основі із представників зазначених вищих органів влади (стаття 10 Закону України "Про Національний банк України").

На другому рівні повинні розкриватись методичні (прикладні) аспекти регулювання грошового ринку у межах обґрунтованої на першому рівні фундаментальної концепції. На наш погляд, на даному рівні необхідно досліджувати чотири групи взаємопов'язаних проблем (рис. 2.1). По-перше, цілі центрального банку та часовий період їх досягнення. На основі наведеного вище матеріалу можна зробити висновок щодо необхідності перегляду структури цілей Національного банку України, виходячи із необхідності введення у цільову функцію взаємозв'язків між монетарними показниками (перш за все грошовою масою) та макроекономічними параметрами (безробіття, рівноважний тренд ВВП і т.ін.).

По-друге, необхідно досліджувати набір інструментів, що використовуються центральним банком для досягнення визначених цілей. Потрібно зазначити, що протягом посткризового періоду провідні центробанки почали застосовувати ряд нестандартних інструментів монетарної політики для урівноваження національних грошових ринків та економіки в цілому [129, с. 8-27]. Даний досвід може бути корисним при удосконаленні інструментарію НБУ.

По-третє, доцільно формалізувати стратегію застосування даних інструментів. Тобто розробити набір принципів або правил, відповідно до яких будуть застосовуватись інструменти монетарної політики. Прикладом такої стратегії при визначенні у якості ключового орієнтиру цільових рівнів інфляції (режим інфляційного таргетування), можуть слугувати монетарні правила для процентної ставки [129, с. 3].

По-четверте, комунікаційна політика центрального банку, яку він використовує для надання громадськості вчасної та об'єктивної інформації щодо рішень у сфері монетарної політики. Дана політика повинна вивчатись в аспекті підвищення рівня транспарентності діяльності центрального банку, що забезпечуватиме високий рівень довіри учасників грошового ринку, знижуватиме асиметрію інформації на даному ринку та сприятиме формуванню раціональних очікувань.

Зміст рівня оцінки ефективності управління рівновагою грошово-кредитного ринку полягає у застосуванні оціночних процедур для формування відповідей на два ключових питання: 1) чи сприяють елементи даної системи формуванню рівноважного стану грошово-кредитного ринку України; 2) наскільки стійким є сформований рівноважний стан? Відповідь на перше питання формулюватиметься у контексті обґрунтованих вище ключових характеристик рівноваги грошово-кредитного ринку: збалансування структури та динаміки грошової маси, досягнення цілей монетарної політики НБУ, забезпечення генерування монетарних імпульсів необхідних для підтримки сталого економічного зростання. Дослідження другого питання, перш за все, передбачає аналіз варіації ключових параметрів грошового ринку та макроекономічних показників, що визначають рівновагу досліджуваного ринку. Далі характеризуємо більш детально ключові елементи запропонованої структурно-логічної моделі (рис. 2.1).

Спочатку проведемо короткий огляд наукових концепцій, які визначають теоретичні передумови формування методологічних засад державного регулювання грошово-кредитного ринку у контексті формування рівноваги та забезпечення стабільності функціонування даного ринку. Як зазначено на рисунку 2.1, представники першого підходу сходяться на думці, що держава повинна або взагалі відмовитись від регулювання банківської діяльності, або істотно обмежити регулятивний вплив [130, 131]. Потрібно зазначити, що у межах даного дослідження ототожнюються поняття “регулювання банківської системи” та “регулювання грошово-кредитного ринку”, оскільки основні учасники банківської системи (центральный банк та комерційні банки) є ключовими суб’єктами грошового ринку. Зокрема, у роботі [130] вказується, що ринкові сили та конкурентна боротьба більш ефективно регулюватимуть певні напрямки банківської діяльності (платіжні послуги, інвестиційні операції), ніж державні органи. Представник ФРС у своєму дослідженні [131] приходить до висновку, що більшість юридичних обмежень на здійснення

фінансових операцій фізичними особами призводять до парадоксальних наслідків у сфері формування рівнів доходності за даними операціями.

У своїх роботах [132, 133] Лоуренс Вайт (Lawrence White) вивчав еволюцію банківських (зокрема платіжних) систем, які розвивались в умовах відсутності істотного регулятивного впливу з боку держави. Незважаючи на використання у якості фактологічного матеріалу дослідження показників банківських систем розвинених країн XIX століття (зокрема Великобританії), у даних роботах виокремлено певні закономірності розвитку платіжних операцій на засадах вільного ринку, які можуть враховуватись у процесі формування моделей лояльного регулювання нових форм платіжних систем в інтернет-середовищі.

Вивченню проблем розвитку банківської діяльності у США, в умовах максимальної (за всю історію розвитку банків США) лібералізації державного регулювання протягом 1837 – 1863 років, присвячена робота Артура Ролніка (Arthur Rolnick) та Уоррена Вебера (Warren Weber) [134]. Автори приходять до висновку, що на відміну від поширеної думки, більшість банкрутств банків протягом даного періоду обумовлювались не відсутністю ефективного державного регулювання, а падінням цін на активи. У своїй наступній роботі [135], продовжуючи досліджувати дану проблематику, автори вказують, що банкрутства банків протягом ери “вільного банківництва” не пов’язані з внутрішньою нестабільністю діяльності банків в умовах вільного ринку, а обумовлюються непередбачуваними періодичними змінами уподобань клієнтів банків щодо форм, в яких вони тримають свої фінансові заощадження. Однак, через десять років пріоритетні напрямки досліджень даних авторів зазнають істотних змін: вони вже не акцентують на особливостях вільної від державного регулювання банківської діяльності, а досліджують взаємозв’язок монетарної політики з макроекономічними параметрами [136].

Проаналізовані нами наукові дослідження, у яких в явній чи латентній формі висловлювалась підтримка концепції максимального дерегулювання банківської діяльності, були опубліковані протягом першої половини 80-х років

XX століття. На нашу думку, для науки того часу був характерним певний тренд щодо обґрунтування концепції дерегулювання фінансових операцій, який обумовлювався зміною парадигми регулювання фінансових процесів. У цей час спостерігалася подальша популяризація і визнання ідеї монетаризму (М.Фрідман став лауреатом Нобелівської премії з економіки в 1976 році), а також лібералізація світової валютної системи (починаючи з 1978 року перехід до більш ліберальної та гнучкої Ямайської валютної системи).

Представники альтернативного підходу акцентують на необхідності посиленого (жорсткого) державного регулювання банківської діяльності, оскільки даний вид діяльності супроводжується істотними ризиками. Наприклад, Дуглас Раймонд (Douglas Diamond) у своїх дослідженнях [138, 139] зосереджується на вивченні ризику ліквідності та його впливу на платоспроможність банку. Він робить висновок, що погіршення ліквідності у кількох великих банках може спричинити ланцюговий ефект та спровокувати системну банківську і фінансову кризу. Для уникнення цього пропонується посилити державне регулювання. До подібних висновків, у контексті оцінки стабільності депозитної ресурсної бази, приходять також інші науковці [140]. У наступній роботі [141] обґрунтовується можливість формалізації діяльності комерційного банку з точки зору теорії економічної рівноваги. Робиться висновок, що додаткові ринкові обмеження можуть запобігти банківській паніці та сприятимуть підвищенню довіри.

У якості певного переходу від підходів, пов'язаних з мінімізацією або максимізацією регулятивного впливу, до концепцій гнучкого державного регулювання можна навести роботу представників Базельського комітету з банківського нагляду [137]. У даному дослідженні вивчаються напрямки трансформації національних систем банківського регулювання у країнах Європи в умовах загострення конкуренції на банківському ринку після входження даних країн до Єврозони. Тобто автори відкидають теоретичні питання щодо рівня ліберальності державного регулювання діяльності банків, та зосереджуються на вивченні поточних тенденцій у сфері трансформації

національних систем банківського регулювання. Концепцію даного дослідження можна вважати компромісною та раціональною. З одного боку, не відкидається необхідність врахування ринкових сил у процесі формування національних моделей регулювання, а з іншого – усвідомлюється важливість досить ретельного державного регулювання банківської діяльності.

Дослідження розвитку банківського регулювання у країнах Європи отримали своє логічне продовження в одній із останніх робіт, присвячених даній проблематиці [144]. У даній праці вирішується нетривіальне завдання: оцінити взаємозв'язки між рівнем ліберальності державного регулювання та рівнем ефективності банківських систем нових країн-членів ЄС. Для аналізу регулювання використовуються компоненти індексу економічної свободи, який розраховується інститутом Фрезера (Fraser Index of Economic Freedom) [151].

За результатами дослідження встановлено, що посилення державного впливу на грошово-кредитний ринок, ринок праці та бізнес спричиняє негативний (статистично значущий) вплив на ефективність банківського сектору економіки. Крім того, автори довели, що окремі показники, на основі яких оцінювався державний вплив на грошово-кредитний ринок (частка державних банків у депозитах, частка держави у кредитуванні та контроль процентних ставок), значною мірою пов'язані зі зниженням ефективності банківської діяльності у країнах Центральної та Східної Європи, які стали членами ЄС. Враховуючи дані висновки, при дослідженні проміжного та другого рівнів структурно-логічної моделі формування системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку ми вважаємо за доцільне більш детально проаналізувати відповідні складові індексу економічної свободи для економіки

України.

Наведемо результати інших досліджень, у яких вивчається взаємозв'язок між банківським регулюванням та економічною динамікою. Представники Вищої школи економіки Генрі Пенікас (Henry Penikas) та Тревіс Селмер (Travis Selmier) досліджували взаємозв'язок між кількістю нормативних документів, виданих Базельським комітетом з банківського нагляду та економічною

активністю, яка вимірювалася динамікою індексу S&P500 за період з 1999 року по 2013 рік [145]. За даний період Базельським комітетом було опубліковано близько 200 нормативних документів загальним обсягом біля 7000 сторінок (приблизно 25 сторінок у одній публікації). Встановлено, що кількість нормативних документів, опублікованих Базельським комітетом, позитивно впливає на динаміку фондового ринку. Тобто між активністю міжнародної нормотворчої діяльності у сфері банківського регулювання та економічним зростанням існує прямий зв'язок, який посилюється із лагом у два роки для залежної змінної (індекс S&P500). Ключова пропозиція дослідників полягає у необхідності підтримання балансу між позитивними ефектами від активізації нормотворчої діяльності та можливими загрозами, пов'язаними з ускладненням структури нормативно-правової бази регулювання світової фінансової системи. Вони пропонують спростити нормативно-правові засади регулювання і розробити прозору систему заходів як для регуляторів, так і для суб'єктів ринку, що перебувають під їх впливом.

Також поширеним є підхід, коли науковці розглядають банківське регулювання у контексті дослідження банківських криз. Останні є свідченням максимального відхилення грошового ринку від рівноважного стану. Так, в одному із розділів книги, присвяченої вивченню фінансових ринків та фінансових криз у США, розкриваються результати ретроспективного аналізу випадків банківської паніки та регулятивних заходів, що застосовувались у таких умовах [146].

У іншій роботі відомі дослідники Кармен Рейхард (Carmen Reinhart) та Кеннет Рогофф (Kenneth Rogoff) вивчали банківські кризи з початку XIX століття до світової кризи 2007-2008 років [147]. Вони приходять до висновку, що системним банківським кризам, як правило, передують цінові бульбашки на ринках активів, великий приплив капіталу і кредитні буми. Причому автори наголошують, що даний висновок є справедливим як для багатих, так і для бідних країн.

Також нами проаналізований звіт працівників МВФ щодо фактичних результатів банківських криз [148]. Дослідники намагаються знайти відповідь на питання: який безпосередній фактичний вплив банківських криз на реальний сектор економіки. Автори розглядають галузі промисловості з різними потребами у фінансуванні. Вони приходять до висновку, що банківські кризи здійснюють екзогенний негативний вплив на активність у реальному секторі, оскільки галузі промисловості, більш залежні від зовнішнього фінансування, зазнають більших економічних втрат під час банківських криз. На підтримку даної точки зору також наводяться результати, які свідчать що сектори економіки, переважно представлені невеликими фірмами (як правило істотно залежними від банківського фінансування) також зазнають відносно більших втрат під час банківських криз. Дані ефекти посилюються в країнах, що розвиваються, а також у країнах з меншим доступом до зарубіжних джерел фінансування. У даних країнах банківські кризи спричиняли більш негативні економічні наслідки.

Окремо необхідно згадати комплексні дослідження, які безпосередньо присвячені проблематиці банківського регулювання. Спочатку зупинимось на книзі, зміст якої спрямований на узагальнення та переосмислення досвіду банківського регулювання [142]. У даній роботі три дослідники, які мають істотний досвід у вивченні питань банківської діяльності, узагальнили підходи до банківського регулювання більше ніж 150 країн світу, сформувавши відповідну базу показників. Грунтуючись на статистичному аналізі цих даних, автори приходять до висновку, що стабільний розвиток банківської системи та стабільність окремих банків, особливо в країнах з неефективними політичними інститутами, переважно забезпечується за рахунок банківського менеджменту та моніторингу з боку власників та інших зацікавлених осіб, а не за допомогою державного регулювання і нагляду. Також автори приходять до висновку, що збільшення повноважень органів банківського нагляду не зменшує ймовірність банківських криз і не компенсує зниження активності моніторингу стійкості

банків з боку фізичних осіб, обумовленого посиленням гарантій щодо страхування банківських вкладів.

Наступна робота [143] присвячена не широкому узагальненню існуючих підходів, а поглибленому аналізу методичних аспектів банківського регулювання. Зокрема, автори зупиняються на вивченні: процесів трансформації фінансових активів, підходів до удосконалення системи страхування депозитів, оптимізації формування резервів за активними операціями, розробці ризик орієнтованих вимог до банківського капіталу.

Таким чином, нами детально проаналізовано методологічні засади формування системи формування рівноваги грошового ринку. Дане завдання (враховуючи той факт, що основними учасниками грошового ринку є комерційні банки та їх клієнти) вирішувалось нами в аспекті дослідження трьох альтернативних підходів до державного регулювання банківської діяльності. За результатами проведеного дослідження встановлено, що роботи науковців, у яких обґрунтовується необхідність абсолютної мінімізації або максимального посилення державного регулювання, не відповідають сучасним теоретичним концепціям банківської діяльності та практиці регулювання діяльності банківських установ у поточних умовах глобалізації фінансових ринків та посилення волатильності їх параметрів. Як наслідок, при розробці системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку (рис. 2.1) необхідно базуватись на концепції гнучкого державного регулювання, основним постулатом якої є посилення або послаблення державного впливу на грошовий ринок залежно від: фази економічного циклу, кон'юнктури світових фінансових ринків, цілей монетарної політики, ефективності інструментарію монетарних органів влади і т.ін.

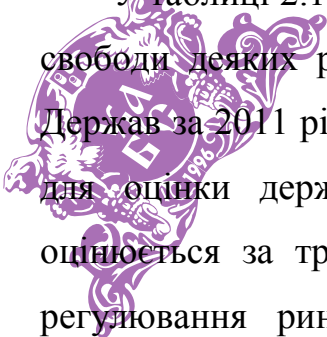
Функції та повноваження центральних органів влади, наведених на рисунку 2.1, у контексті їх впливу на суб'єктів грошового ринку визначаються чинними нормативно-правовими актами та досить детально розкриті у спеціальній науковій літературі. Тому подальше висвітлення даних питань у межах дисертаційного дослідження ми вважаємо недоречним. Однак, для

загальної характеристики ефективності державного регулювання грошово-кредитного ринку України (в аспекті формування складових проміжного та другого рівнів системи) пропонуємо проаналізувати результати оцінки індексу економічної свободи, що розраховується інститутом Фрезера (Fraser Index of Economic Freedom) [151].

Даний індекс розраховується на щорічній основі, починаючи з 1996 року, і відображує рівень забезпечення економічних свобод у певній країні та їх підтримку державними інститутами. Розрахунок зведеного індексу базується на кількісній оцінці 42 показників, які розраховуються у розрізі п'яти напрямків: вплив держави на економіку, правова система і права власності, ефективність (свобода) грошового ринку, свобода міжнародної торгівлі, державне регулювання. Даний індекс використовувався багатьма дослідниками, які довели, що підвищення рівня економічної свободи сприяє збільшенню темпів економічного зростання. У свою чергу, як зазначалось вище, рівновага грошового ринку передбачає забезпечення монетарних імпульсів для сталого економічного зростання.

У контексті нашого дослідження найбільш цікавими є дві складові розрахунку даного індексу: ефективність (свобода) грошового ринку та державне регулювання. Ефективність грошового ринку більш детально досліджуватиметься у наступному підрозділі дисертації, а питання регулювання безпосередньо пов'язані з проблематикою даного підрозділу.

У таблиці 2.1 наведено порівняльний аналіз складових індексу економічної свободи деяких розвинених країн світу та країн Співдружності Незалежних Держав за 2011 рік. Більш детально розкрито показники, що використовуються для оцінки державного регулювання. Як видно з таблиці, регулювання оцінюється за трьома групами показників: регулювання кредитного ринку, регулювання ринку праці та регулювання бізнесу. У контексті нашого дослідження доцільно більш детально проаналізувати першу групу показників, яка включає наступні індикатори: частка державних банків у депозитному портфелі, частка державних запозичень у банківському кредитному портфелі,



контроль процентних ставок. Інтегральний показник регулювання кредитного ринку розраховується як середньоарифметичне наведених індикаторів. Як зазначалось вище, дослідниками доведено істотний вплив даних індикаторів на ефективність банківського бізнесу у країнах Центральної та Східної Європи, які увійшли до складу Європейського Союзу [144]. Таким чином, необхідно більш детально проаналізувати методику розрахунку даних індикаторів та їх фактичні значення для оцінки ефективності державного регулювання банківської діяльності у контексті формування рівноваги грошового ринку.

Перший індикатор оцінки регулювання кредитного ринку визначається шляхом визначення частки недержавних (приватних) банків у депозитному портфелі банківської системи. Країни з більшою часткою депозитів у приватних банках отримують вищі оцінки: якщо депозити недержавних банків становлять від 95% до 100%, то країні присвоюється рейтинг 10, від 75% до 95% – рейтинг 8, від 40% до 75% – рейтинг 5, від 10% до 40% – рейтинг 2, менше 10% - нульовий рейтинг. У 2011 році за даним показником Україна отримала досить високий рейтинг – 8, менші рейтинги характерні для банківських систем Росії та Німеччини, які традиційно характеризуються істотним впливом державних банків (табл. 2.1).

Другий індикатор дає можливість оцінити на скільки державні запозичення витісняють кредитування інших банківських клієнтів. За наявності інформації, даний індикатор оцінюється за допомогою державного бюджетного дефіциту, представленого у вигляді частки валових заощаджень. Вищий рейтинг отримують країни, які мають відносно менший дефіцит бюджету. Інший спосіб оцінки даного індикатора полягає у визначенні частки кредитів приватному сектору у загальному обсязі кредитного портфелю банків. Більш високі рейтинги присвоюються країнам, у яких частка кредитів приватному сектору є досить великою порівняно з іншими країнами. За даним показником Україна, за результатами 2011 року, також отримала досить високий рейтинг – 8,6 однак поступається Росії та Казахстану (мають найвищий рейтинг 10) (табл. 2.1).

Таблиця 2.1 – Порівняльний аналіз складових індексу економічної свободи за 2011 рік

Країна	Вплив держави на економіку	Правова система та права власності	Ефективність грошового ринку	Свобода міжнародної торгівлі	Державне регулювання							Підсумковий індекс	Місце у рейтингу		
					Регулювання кредитного ринку				Контроль процентних ставок	Підсумок	Регулювання ринку праці			Регулювання бізнесу	Підсумок
					Частка приватних банків у депозитах	Частка державних позик	Частка приватних банків у депозитах	Частка державних позик							
Болгарія	6,6	5,0	9,3	7,6	10	9,1	10	9,7	7,7	5,8	7,7	7,26	49		
Чехія	5,3	6,2	9,5	7,7	10	8,0	10	9,3	7,6	5,8	7,6	7,25	52		
Франція	4,7	7,3	9,6	8,0	10	7,1	10	9,0	5,9	7,1	7,3	7,38	40		
Грузія	6,9	5,7	9,0	8,5	10	9,1	8	9,0	7,0	7,6	7,9	7,61	25		
Німеччина	5,6	8,0	9,6	7,9	5	9,8	10	8,3	6,3	7,6	7,4	7,68	19		
Угорщина	6,7	6,2	9,6	7,7	10	10,0	10	10,0	6,8	6,3	7,7	7,59	27		
Японія	5,3	7,4	9,9	7,1	8	6,2	10	8,1	8,3	7,1	7,8	7,50	33		
Казахстан	7,1	6,0	8,2	5,4	8	10,0	10	9,3	7,1	6,3	7,6	6,84	84		
Польща	5,5	6,4	9,5	7,4	8	6,0	10	8,0	7,7	6,0	7,2	7,20	59		
Румунія	6,5	5,6	9,3	7,8	10	8,0	10	9,3	7,0	5,8	7,4	7,32	45		
Росія	6,8	5,4	8,5	5,9	5	10,0	7	7,3	6,0	5,3	6,2	6,55	101		
Україна	6,8	5,1	6,0	6,6	8	8,6	9	8,5	6,1	4,1	6,2	6,16	126		
Великобританія	5,2	8,0	9,6	8,7	10	4,0	8	7,3	8,3	7,7	7,8	7,85	12		
США	6,8	7,0	9,3	7,7	10	2,0	10	7,3	9,0	7,3	7,9	7,73	17		

Джерело: сформовано автором на основі [151]

Останній індикатор стосується оцінки державного контролю процентних ставок. Якщо на грошовому ринку процентні ставки переважно формуються внаслідок впливу ринкових сил, спостерігаються економічно обґрунтовані спреди між кредитними та депозитними ставками, а також реальні процентні ставки є додатними, то країна отримує рейтинг 10. З іншого боку, якщо депозитні та кредитні ставки фіксуються державою, реальні процентні ставки характеризуються істотними негативними значеннями, а в економіці спостерігається гіперінфляція – такі країни отримують нульовий рейтинг. За результатами 2011 року Україна характеризувалась досить високим рівнем свободи у формуванні процентних ставок і отримала оцінку 9. З іншого боку, абсолютна більшість країн, включених до вибірки, отримали найвищу оцінку 10 (табл. 2.1). У цілому кредитний ринок України у 2011 році характеризувався досить високим рівнем свободи (рейтинг 8,5), який перевищував відповідні показники Росії, Польщі, Німеччини, Великобританії та США. Однак, рівень

свободи національного кредитного ринку був дещо меншим, ніж відповідних ринків Франції, Казахстану, Грузії та більшості країн Східної Європи.

Таким чином, можна зробити висновок, що поточна модель регулювання грошово-кредитного ринку, в аспекті рівня економічної свободи, є достатньо конкурентоспроможною і не створює загроз для формування монетарних складових рівноваги на даному ринку. Однак, в аспекті формування макроекономічних складових рівноваги, необхідно проводити істотне дерегулювання ринку праці та бізнесу. За цими показниками Україна займає передостаннє та останнє місце серед обраних для дослідження країн (табл. 2.1). Саме ці дві складові обумовили той факт, що Україна (поряд із Росією) зайняла останнє місце серед досліджуваних країн за інтегральним показником свободи регулювання (рейтинг 6,2). Проведені дослідження підтверджують наші висновки щодо доцільності розширення цільової функції НБУ у напрямку включення макроекономічних показників (зокрема рівня зайнятості населення) та покращення координації між монетарною політикою та іншими складовими державної економічної політики. Дані заходи є необхідними для забезпечення передумов формування монетарних імпульсів на грошово-кредитному ринку, спрямованих на підтримку сталого економічного зростання (як характеристики рівноваги даного ринку).

Як видно із рисунку 2.1, другий рівень системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку передбачає розробку методичних підходів у розрізі чотирьох елементів: цілі монетарної політики, її інструменти, стратегії застосування даних інструментів, а також комунікаційна політика центрального банку. Останні два елементи будуть більш детально розглядатись нами у наступних підрозділах дисертаційного дослідження. Аналіз напрямків удосконалення цільової функції Національного банку України, в аспекті забезпечення рівноваги грошово-кредитного ринку, проводився нами на початку даного підрозділу. Отже, вважаємо за необхідне більш детально проаналізувати інструментарій монетарної політики.

Зазначимо, що класичні інструменти монетарної політики визначені статтею 25 Закону України “Про Національний банк України” [59]. У цій статті зазначається, що основним призначенням даних інструментів є регулювання обсягу грошової маси. Виходячи зі сформульованого визначення рівноваги грошово-кредитного ринку, обов’язкові характеристики рівноважного стану (досягнення цілей монетарної політики НБУ та формування монетарних імпульсів необхідних для підтримки сталого економічного зростання) досягаються на основі збалансування структури та динаміки грошової маси. Таким чином, усі класичні інструменти можна розглядати у контексті їх впливу на рівновагу досліджуваного ринку. Крім того, як зазначалось у пункті 1.2 даної роботи, ми їх відносимо до регулюючих інструментів грошово-кредитного ринку. Теоретичні механізми даного впливу досить детально розкриваються у роботах науковців, як наслідок їх подальше дослідження вважаємо недоречним. Практичні аспекти застосування інструментів монетарної політики, у контексті урівноваження грошово-кредитного ринку України, вивчатимуться у наступних розділах роботи.

Таким чином, надалі вважаємо за доцільне більш детально зупинитись на дослідженні нестандартних інструментів монетарної політики, які застосовувались провідними країнами світу для подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи 2007-2008 років. Особливості застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики центральними банками провідних країн світу досить детально розглянуті у роботі представників ФРС США [129, с. 8 – 27].

У Додатку В наведено нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики провідних центральних банків. Дані інструменти застосовуються для забезпечення додаткової підтримки економічній активності в умовах зниження ефективності традиційних інструментів, зокрема, досягнення ефективної нижньої межі індикативними процентними ставками центральних банків.

Першу групу таких інструментів становлять масштабні програми з викупу ринкових фінансових активів для надання додаткової ліквідності економіці.

Наприклад, у жовтні 2010 року Банк Японії розпочав “Програму придбання активів”, розмір якої у грудні 2012 року досяг 101 трлн. єн., що становить понад 20% від ВВП. Програма охоплює широкий спектр державних і приватних цінних паперів. Грошова маса сформована внаслідок даних операцій не стерилізувались іншими інструментами монетарної політики та була сконцентрована на відносно короткостроковому інтервалі (придбавались короткострокові цінні папери).

У квітні 2013 року, Банк Японії замінив дану програму новою програмою “кількісного та якісного пом'якшення”, яка до кінця 2014 року повинна призвести до зростання фінансового балансу Банку Японії до 60 відсотків від ВВП. Нова програма значно збільшить середній термін погашення викуплених урядових облігацій, що сприятиме зниженню довгострокових ставок і сприятиме зростанню запасів ліквідності біржових фондів і японських інвестиційних трастів нерухомості.

У Великобританії Банк Англії придбав внутрішніх активів на суму близько 375 млрд. фунтів стерлінгів (приблизно 25% від ВВП). Дані операції проводились у два етапи: з березня 2009 року до січня 2010 року, а також з жовтня 2011 року до жовтня 2012 року. Державні цінні папери становлять понад 99% придбаних активів, залишок складається з корпоративних облігацій та комерційних цінних паперів.

Європейський центральний банк (ЄЦБ) управляв чотирма програмами прямих покупок активів на повністю стерилізованій основі. Відповідно до “Програми ринку цінних паперів”, ЄЦБ придбав цінних паперів на суму 208,7 мільярдів євро. У серпні 2012 року дана програма була замінена програмою “Прямих грошово-кредитних операцій”. Дані операції, які ще не були активовані, дозволяють ЄЦБ придбати короткостроковий суверенний борг країн єврозони залежно від участі цих країн в Європейському фінансовому стабілізаційному механізмі.

Також ЄЦБ провів дві програми з купівлі облігації у період з середини 2009 року до кінця 2012 року на суму 76 мільярдів євро (0,75% від ВВП).

Протягом 2010 – 2012 років ЄЦБ провів серію однорічних та трьохрічних довгострокових операцій рефінансування за фіксованою процентною ставкою. Під час трьохрічних операцій рефінансування у грудні 2011 року та лютому 2012 року було виділено 489 мільярдів євро (5,25% від ВВП) та 530 мільярдів євро (5,5% від ВВП) відповідно. Хоч операції рефінансування у більшості випадків не відносять до програм придбання активів, однак значні та нестерилізовані довгострокові операції з рефінансування ЄЦБ були зараховані до таких, оскільки вони спричинили подібний позитивний ефект на фінансові ринки, зокрема, сприяли зниженню ставок.

Друга група інструментів була спрямована на удосконалення прогнозування тенденцій на грошовому ринку для підвищення обґрунтованості поточної монетарної політики, а також оптимізації розкриття даної інформації для зовнішніх користувачів. На практиці дане завдання вирішувалось шляхом розробки та публікування документу з аналізом перспективних заходів монетарної політики (Forward guidance).

Наприклад, у березні 2013 року Казначейство Великобританії доручило Банку Англії оцінити переваги використання макроекономічних індикаторів реального сектору при визначенні обґрунтованості поточних та цільових рівнів інфляції. У результаті даного обговорення Банк Англії 7 серпня 2013 року оголосив про свій намір “не підвищувати облікову ставку з поточного рівня 0,5%, доки рівень безробіття не впаде до 7%”. Таким чином, підхід банку Англії стає подібним до підходу Федеральної резервної системи США, який розглядався нами на початку даного підрозділу.

Банк Японії та ЄЦБ виступали з більш обережними заявами щодо перспективних заходів монетарної політики. У поєднанні із започаткуванням своєї програми викупу активів у жовтні 2010 року, Банк Японії заявив про намір підтримувати нульові процентні ставки, доки не буде забезпечена стабільність цін на основі його середньо- і довгострокового розуміння цінової стабільності (тобто 1%). У липні 2013 року керівники ЄЦБ сформулювали наступну заяву щодо перспективних заходів монетарної політики: “Очікується,

що ключові процентні ставки ЄЦБ залишатимуться на поточному або більш низьких рівнях протягом тривалого періоду часу. Дане очікування ґрунтується на відсутності у середньостроковій перспективі чинників для посилення інфляції, враховуючи відносно низькій ріст у реальному секторі економіки та стабільність інфляційних очікувань”.

Крім розглянутих вище двох ключових груп нетрадиційних інструментів, деякі центральні банки продовжують реалізацію програм, призначених для зміцнення кредитування приватного сектора. Наприклад, Банк Англії і Казначейство Великобританії у червні 2012 року започаткували програму “Фінансування для кредитування”, яка була розроблена для стимулювання банків кредитувати суб’єктів, що не належать до фінансового сектору економіки. У межах цієї програми учасники можуть обміняти широкий спектр активів на казначейські векселі, які покращують їх ліквідність шляхом розширення можливостей для залучення коштів на оптових фінансових ринках за прийнятними ставками. Так само, з червня 2010 року Банк Японії реалізував ряд проектів з підтримки кредитування реального сектору за рахунок “Програми підтримки кредитування” на суму 5,5 трлн. єн (1,25% від ВВП). Найбільший проект “Фінансування підтримки зростання” повністю управляється Банком Японії: банк сам визначає галузі, яким надаються кредити, і обсяг такого кредитування.

Із розглянутих вище трьох груп нетрадиційних інструментів найбільш актуальними для України є реалізація заходів, спрямованих на удосконалення прогнозування тенденцій на грошовому ринку та оптимізацію розкриття даної інформації для зовнішніх користувачів, що сприятиме підвищенню довіри до монетарної політики регулятора та сприятиме формуванню прогнозованих та лояльних очікувань економічних агентів. Крім того, вирішення даного завдання потребує переважно організаційних реформ у Національному банку України, які можуть бути проведені протягом порівняно короткого проміжку часу. Наступним за пріоритетністю впровадження ми вважаємо реалізацію програм, призначених для зміцнення кредитування приватного сектору. Однак,

ефективна реалізація даних програм потребує цілого комплексу реформ у монетарній сфері та в реальному секторі економіки. Впровадження у нашої державі масштабних програм з викупу ринкових фінансових активів для надання додаткової ліквідності економіці ми вважаємо недоцільним з огляду на нерозвиненість ринку цінних паперів в Україні. Подібні заходи в Україні проводяться шляхом надання НБУ рефінансування комерційним банкам.

На останньому рівні моделі системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку передбачається вивчення результатів даного процесу (рис. 2.1). Існує три потенційні варіанти оцінки ефективності функціонування даної системи. По-перше, система може працювати неефективно і не забезпечуватиме урівноваження грошово-кредитного ринку. У такому випадку необхідно переглядати її структурні елементи на усіх виділених рівнях. По-друге, можливий варіант, коли система працюватиме достатньо ефективно і сприятиме наближенню параметрів ринку до їх рівноважних значень, однак даний процес буде не стійким: сформовані рівноважні пропорції істотно деформуватимуться на середньостроковому інтервалі внаслідок зовнішніх шоків. У такому випадку доцільним є перегляд елементів системи на рівні розробки методичних підходів (рис. 2.1). Третій варіант полягає у формуванні достатньо ефективної системи, яка дозволить урівноважити основні параметри грошово-кредитного ринку у середньостроковій перспективі. Звісно, що у довгостроковому періоді відбуватимуться трансформаційні процеси, які обумовлюватимуть необхідність перегляду елементів даної системи.

Таким чином, у даному підрозділі дисертаційного дослідження розглянуто методологічні засади та методичні підходи до розробки системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку. Розроблено авторську структурно-логічну модель, яка відображає ключові елементи даної системи у розрізі виділених рівнів. Надано розгорнуто характеристику базових елементів запропонованої системи.

2.2 Поточні тенденції урівноваження грошово-кредитного ринку України

Як зазначалось у попередніх підрозділах дисертаційної роботи, рівновага є одним із ключових (фундаментальних) принципів дослідження економічних процесів [156]. У навчальній літературі ринкова рівновага переважно досліджується за допомогою моделей, які відображають взаємодію попиту та пропозиції у процесі формування рівноважної ціни [156; 157]. На нашу думку, даний погляд на ринкову рівновагу є досить спрощеним і переважно повинен використовуватись для навчальних цілей. У наукових дослідження концепцію економічної рівноваги доцільно використовувати з точки зору авторського підходу до вивчення економічних процесів, який був нами сформульований у першому розділі дисертації та отримав свій розвиток у підрозділі 2.1. У даному підрозділі поняття “рівновага” використовується як узагальнений критерій аналізу тенденцій грошово-кредитного ринку України. Даний критерій застосовується для комплексної оцінки рівня стабільності, збалансованості та ефективності параметрів кон’юнктури грошово-кредитного ринку та показників його ключових суб’єктів (комерційних банків).

Представники Національного банку України [51; 52; 68; 154] та інші дослідники [152; 153; 30] проявляють перманентну зацікавленість до вивчення тенденцій розвитку грошово-кредитного ринку України. Однак, практично відсутні наукові дослідження, спрямовані на аналіз показників даного ринку у контексті оцінки рівня його урівноваженості.

Враховуючи обґрунтовану у підрозділі 1.2 дисертації структуру грошово-кредитного ринку, вважаємо за доцільне проводити аналіз поточних тенденцій, що суттєво впливають на рівень його урівноваженості, за трьома напрямками: дослідження ключових показників даного ринку в аспекті реалізації грошово-кредитної політики НБУ; аналіз ролі грошово-кредитного ринку у забезпеченні макроекономічних балансів; оцінка ефективності та стійкості банків другого рівня, як основних суб’єктів даного ринку. Показники, які будуть аналізуватись

у даній статті, отримані з офіційного сайту Національного банку України [60], або розраховані автором на основі інформації з даного сайту.

У контексті *першого напрямку* дослідження, одним із ключових питань є оцінка досягнення ключових цілей грошово-кредитної політики. Відповідно до статті 99 Конституції України основною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Подібний підхід також використано при визначенні цілі грошово-кредитної політики (стаття 1 Закону України “Про Національний банк України”): комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених засобів та методів [59].

Стабільність грошової одиниці має два виміри – зовнішній (стабільність гривні відносно валют інших держав, яка оцінюється через обмінний курс) та внутрішній (цінова стабільність грошової одиниці, яка проявляється у динаміці цін на товари та визначається показниками інфляції). Валютний курс та інфляція перебувають під впливом інструментів грошово-кредитної політики та істотно залежать від тенденції на грошово-кредитному ринку. Звісно, що на їх формування також суттєво впливають процеси у реальному секторі економіки, однак, з точки зору державного регулювання, а також, враховуючи фінансову природу механізму формування валютного курсу та інфляції, дані показники доцільно розглядати як ключові індикатори грошово-кредитного ринку. На рисунку 2.2 наведено місячні темпи росту офіційного валютного курсу, індексу споживчих цін (ІСЦ) та базового індексу споживчих цін (БІСЦ) протягом 2010 – 2012 років, а також за перший квартал 2013 року.

Проаналізувавши показники, наведені на рисунку, можна зробити висновок, що, починаючи із лютого 2012 року місячна динаміка цін та обмінного курсу гривні є стабільною та не істотно відхиляється від одиниці. З іншого боку, протягом 2010-2011 років спостерігались істотні коливання зазначених параметрів. Таким чином, за ключовими результативними

показниками можна вважати, що грошово-кредитний ринок України протягом останніх 14 місяців перебував у стані наближеному до рівноважного.

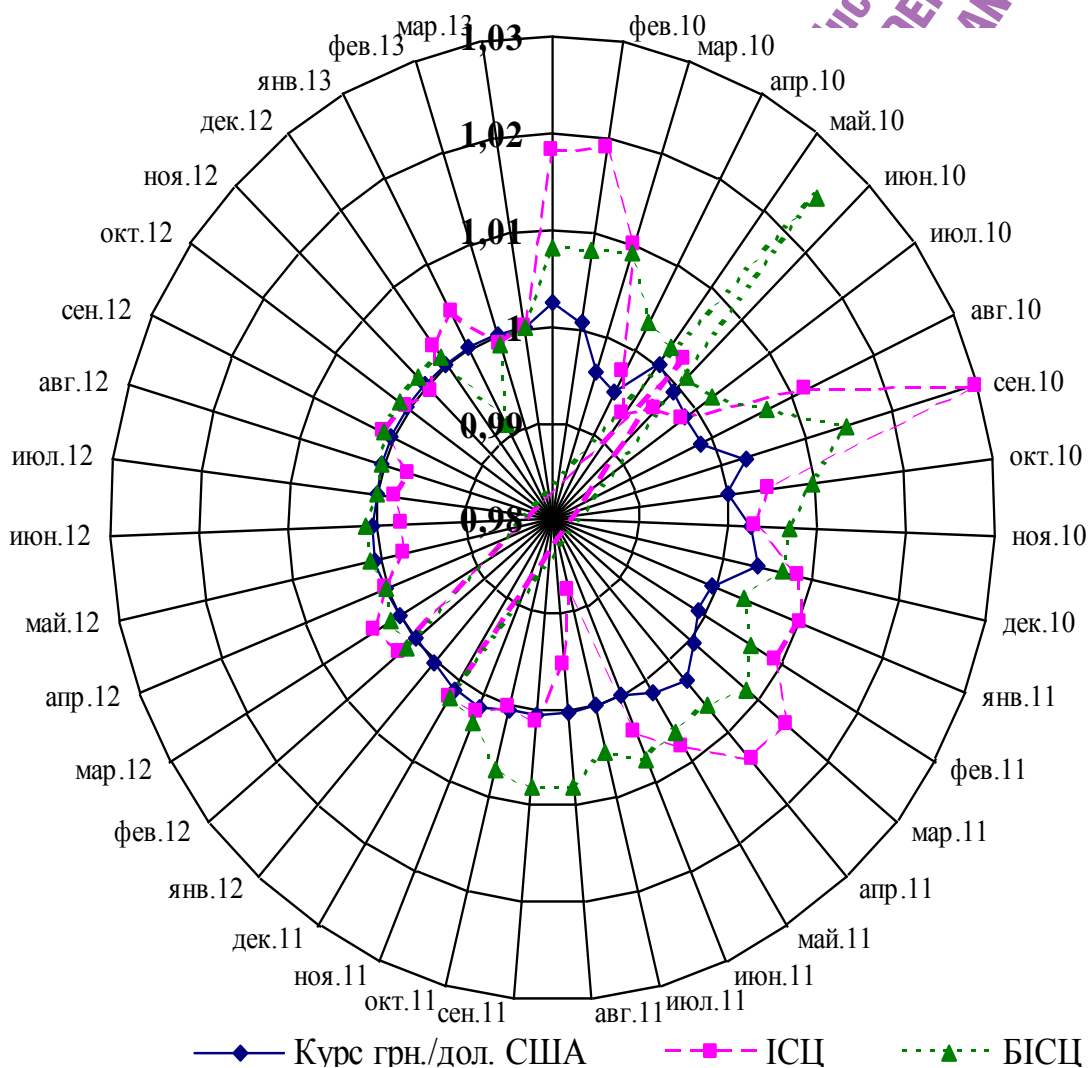


Рисунок 2.2 - Місячні темпи приросту офіційного обмінного курсу гривні, індексу споживчих цін та базового індексу споживчих цін

Однак, певні застереження викликають два чинника. По-перше, викликає певний подив істотна стабільність обмінного курсу гривні протягом досліджуваного періоду. Після змін, внесених у липні 2010 року до Закону України “Про Національний банк України” ключовою ціллю НБУ було визначено підтримку цінової стабільності. Відповідно до статті 1 даного закону під поняттям “цінова стабільність” розуміється збереження купівельної спроможності гривні шляхом підтримання у середньостроковій перспективі

(від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Таким чином, пріоритетним завданням грошово-кредитної політики НБУ є забезпечення стабільних низьких темпів інфляції. Як відомо з економічної теорії, одночасно забезпечувати досягнення цілей по обмінному курсу та інфляції ринковими методами неможливо. Отже існує два альтернативні пояснення поточному стану речей: або Національний банк ще повністю не перейшов на пріоритетне досягнення інфляційних орієнтирів і, як наслідок ще не лібералізував механізм курсоутворення в Україні; або одночасне досягнення зазначених цілей забезпечується переважно не ринковими (адміністративними) методами.

По-друге, протягом 2011-2012 років все активніше у національній економіці проявлялися дефляційні тенденції: за 2012 рік значення ІСЦ становило 99,8, а протягом першого кварталу 2013 року БІСЦ переважно знижувався. З точки зору економічної теорії та міжнародного досвіду для забезпечення сталого економічного зростання необхідно уникати дефляції та підтримувати інфляцію на прийнятному (оптимальному) рівні. Для країн з розвинутою ринковою економікою оптимальний рівень інфляції визначається на рівні близькому до 2% на рік. Спеціалісти МВФ рекомендували Україні підтримувати інфляцію на рівні 5% на рік [158]. Таким чином, посилення дефляційних тенденцій може призвести до зменшення темпів зростання реального ВВП та навіть до рецесії.

У статті 25 Закону України “Про Національний банк України” зазначається, що всі засоби і методи грошово-кредитної політики спрямовані на регулювання обсягу грошової маси. Таким чином, доцільно дослідити взаємозв'язок між грошовою масою та ключовими показниками інфляції. Нами проведено кореляційно-регресійний аналіз взаємозв'язків між грошовими агрегатами з одного боку та індексом споживчих цін (ІСЦ) і базовим індексом споживчих цін (БІСЦ) з іншого боку. На рисунках 2.3 – 2.6 наведено результати оцінки найбільш тісних взаємозв'язків.

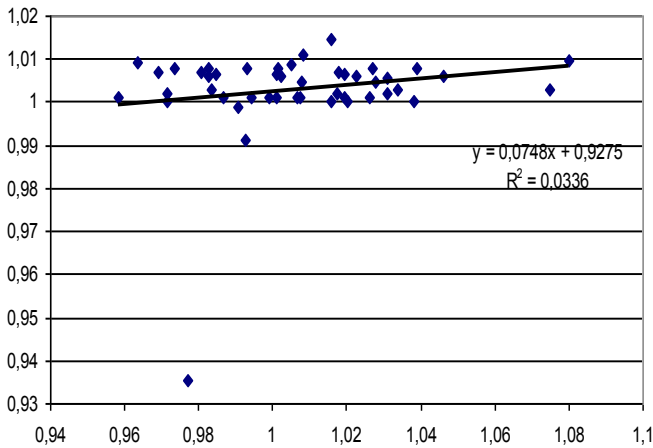


Рис. 2.3 - Взаємозв'язок грошової бази та БІСЦ із лагом 4 місяці

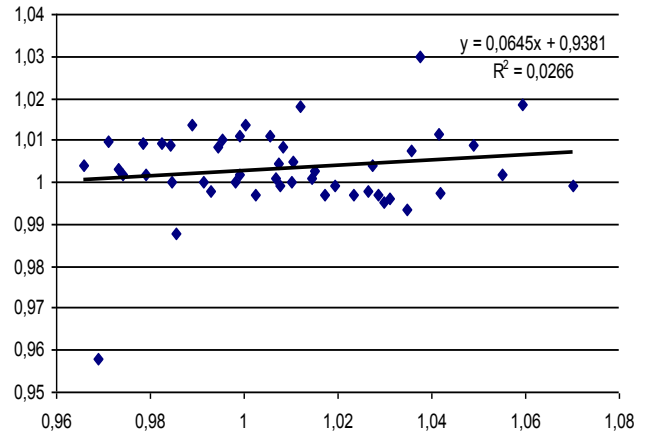


Рис. 2.4 - Взаємозв'язок агрегату М1 та ІСЦ із лагом 2 місяці

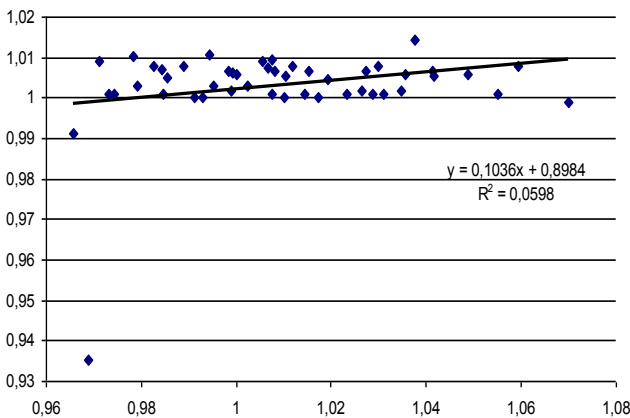


Рис. 2.5 - Взаємозв'язок агрегату М1 та БІСЦ із лагом 2 місяці

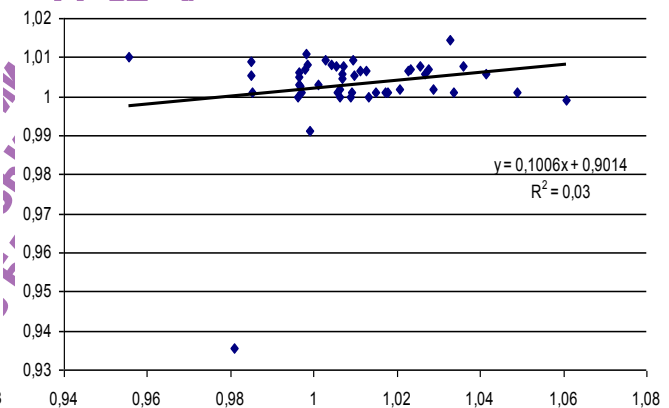


Рис. 2.6 - Взаємозв'язок агрегату М3 та БІСЦ із лагом 2 місяці

Нами досліджувались взаємозв'язки між місячними коефіцієнтами росту зазначених вище показників за період з січня 2009 року по березень 2013 року. Аналіз також проводився із використанням лагів для результативної ознаки (рівень інфляції) від 1 до 7 місяців. За результатами дослідження зроблено висновок щодо слабого взаємозв'язку між грошовою масою та інфляційною динамікою. Для більшості показників даний взаємозв'язок взагалі відсутній. Слабкий зв'язок спостерігався лише для: грошової бази та БІСЦ із лагом 4 місяці (рис. 2.3); агрегату М1 та ІСЦ із лагом 2 місяці (рис. 2.4); агрегату М1 та БІСЦ із лагом 2 місяці (рис. 2.5); агрегату М3 та БІСЦ із лагом 2 місяці (рис. 2.6). Причому дані зв'язки є статистично не значимим. Таким чином, можна зробити висновок, що протягом досліджуваного періоду НБУ мав

обмежені можливості щодо впливу на інфляцію за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. За даним критерієм, грошово-кредитний ринок, як об'єкт впливу зазначених інструментів політики, не можна вважати достатньо урівноваженим оскільки його внутрішні диспропорції заважають ефективній трансформації імпульсів грошово-кредитної політики для забезпечення досягнення інфляційних цілей.

Одним із важливих чинників, які на нашу думку, обумовлювали слабкий зв'язок між динамікою грошової маси та інфляцією, є пріоритетне використання Національним банком валютного каналу емісії грошової маси протягом усього періоду дослідження. На рисунку 2.7 наведено коефіцієнти росту показників грошової маси та обсягів офіційних валютних резервів Національного банку України протягом 2003 – 2012 років.

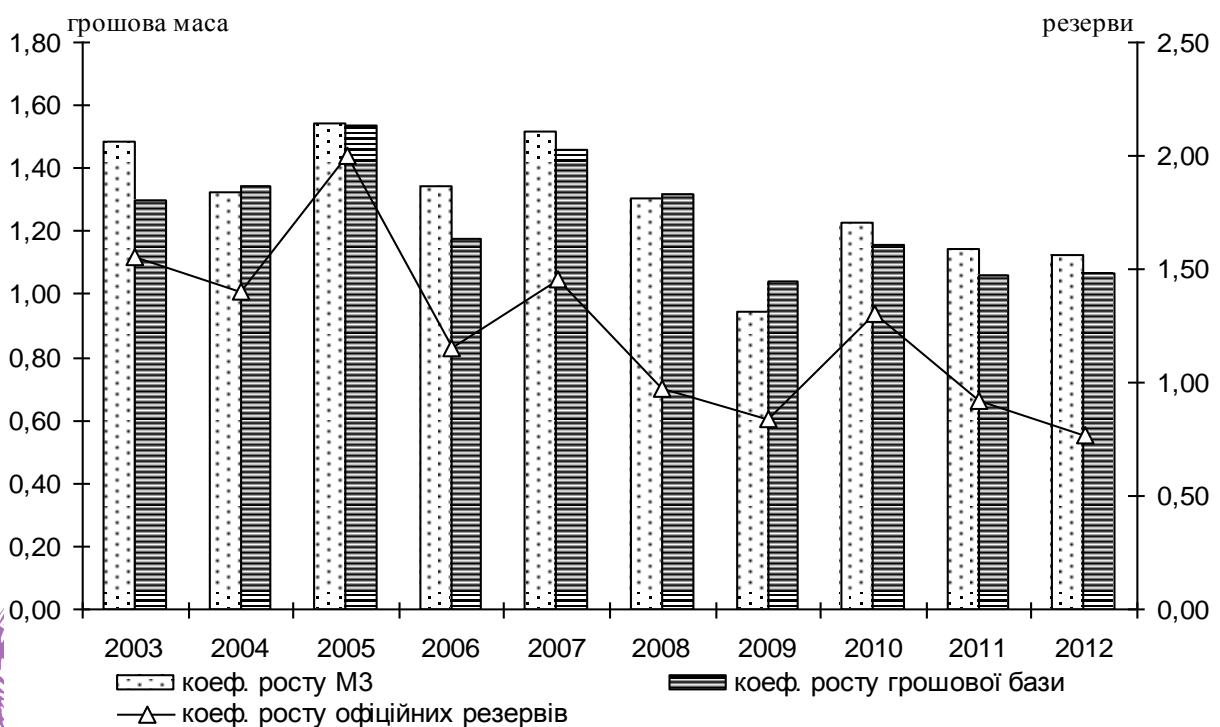


Рис. 2.7 - Взаємозв'язок грошової маси та офіційних резервів

Як видно з даного рисунку існує сильна пряма залежність між зростанням грошової бази (грошової маси) та офіційними резервами. Для зазначених показників коефіцієнти кореляції становлять 85,4% та 84,7% відповідно. На нашу думку, інтенсивне використання валютного каналу емісії обумовлюватиме подальшу необхідність використання валютних інтервенцій та інших інструментів монетарної політики, спрямованих на валютний сегмент грошово-кредитного ринку, у майбутньому для стерилізації та регулювання грошової маси. Як наслідок, знижуватиметься вплив інструментів монетарної політики НБУ через регулювання грошової маси на показники інфляції.

Як зазначалось на початку роботи, *другий напрямок* аналізу поточних тенденцій урівноваження грошово-кредитного ринку України полягає у вивченні його ролі в процесі формування та підтримання макроекономічних балансів.

З огляду на обмежений обсяг даної роботи, зупинимось на вивченні одного із ключових макроекономічних балансів: рівняння обміну, яке розроблене Ірвінгом Фішером (Irving Fisher) (формула 2.1):

$$M \cdot V = P \cdot Y \quad (2.1)$$

де, M – грошова маса (агрегат $M3$);

V – швидкість обігу грошей;

P – рівень цін (дефлятор ВВП);

Y – реальний ВВП.

Дане рівняння відображає ідею урівноваження грошової (ліва частина) та товарної маси (права частина) маси в економіці. Таким чином, ліва частина рівняння представлена ключовими параметрами грошово-кредитного ринку (рис. 2.8). На даному рисунку наведено динаміку грошової маси та швидкості обігу грошей в Україні за останні десять років. Також зазначено лінійні тренди даних показників, які визначають тенденції їх зміни. Зазначимо, що дані тренди характеризуються достатньо високою статистичною значимістю. Протягом останнього десятиріччя величина щорічного зростання грошової маси

зменшувалась, за результатами 2009 року зафіксовано навіть зменшення номінальних обсягів даного показника. У докризовий період щорічний приріст грошової маси коливався у межах 30% – 54%, а протягом посткризового періоду приріст даного показника становив лише 13 – 23%.

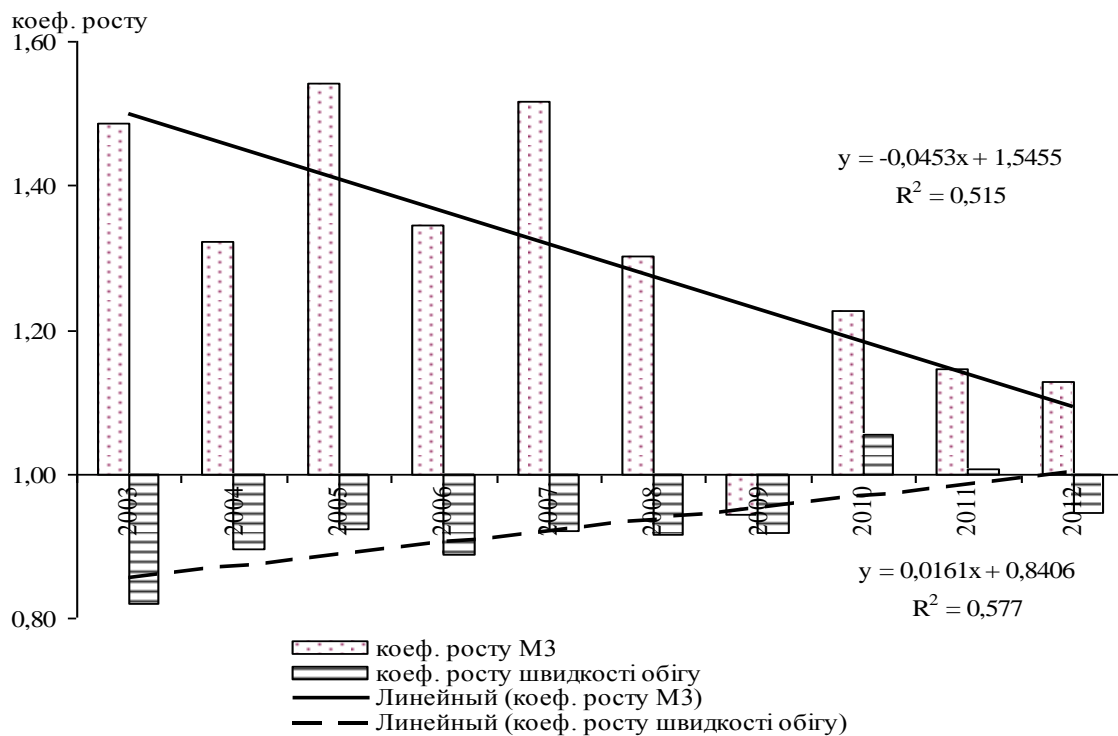


Рисунок 2.8 – Динаміка грошової маси та швидкості обігу грошей в Україні

Упродовж досліджуваного періоду переважно спостерігалось зменшення швидкості обігу грошей, однак даний процес поступово сповільнювався і у 2010-2011 роках навіть спостерігалось не значне зростання даного показника. У цілому можна зазначити, що швидкість обігу грошей, починаючи з 2009 року встановилась на рівноважному рівні (біля 2 обертів) і протягом останніх чотирьох років не істотно коливається навколо нього (табл. 2.2).

Як видно із рисунку 2.9, динаміка дефлятора ВВП в Україні протягом останнього десятиріччя була різноспрямованою, однак простежується певна тенденція до зменшення даного показника. Темп зростання реального ВВП протягом досліджуваного періоду також істотно коливався, однак для даного показника характерна більш чітка тенденція до зменшення.

Таблиця 2.2 – Ключові показники грошово-кредитного ринку України

№ з/п	Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	агрегат М3 на кінець періоду, млн. грн.	63896	95043	125801	194071	261063	396156	515727	487298	597872	685515	773199
2	коэф. росту М3	-	1,49	1,32	1,54	1,35	1,52	1,30	0,94	1,23	1,15	1,13
3	агрегат М3 середній за період, млн. грн.	54826	78917	113744	157616	218704	314474	451316	472678	537017	641693	729357
4	швидкість обігу грошей (11/3)	4,12	3,39	3,03	2,80	2,49	2,29	2,10	1,93	2,02	2,03	1,93
5	коэф. росту швидкості обігу грошей	-	0,82	0,90	0,92	0,89	0,92	0,92	0,92	1,04	1,01	0,95
6	грошова база, млн. грн.	30808	40089	53763	82760	97214	141901	186671	194965	225692	239 885	255 283
7	коэф. росту грошової бази	-	1,30	1,34	1,54	1,17	1,46	1,32	1,04	1,16	1,06	1,06
8	грошовий мультиплікатор (1/6)	2,07	2,37	2,34	2,34	2,69	2,79	2,76	2,50	2,65	2,86	3,03
9	агрегат М0 на кінець періоду, млн. грн.	26434	33119	42345	60231	74984	111119	154759	157029	182990	192665	203245
10	частка готівки у грошовій масі, (9/1)	41,4%	34,8%	33,7%	31,0%	28,7%	28,0%	30,0%	32,2%	30,6%	28,1%	26,3%
11	номінальний ВВП	225810	267344	345113	441452	544153	720 731	948 056	913 345	1082569	1302079	1408889
12	монетизація, (1/11)	28,3%	35,6%	36,5%	44,0%	48,0%	55,0%	54,4%	53,4%	55,2%	52,6%	54,9%
13	коэф. росту монетизації	-	1,26	1,03	1,21	1,09	1,15	0,99	0,98	1,04	0,95	1,04
14	дефлятор ВВП	105,1	108,0	115,1	124,5	114,8	122,7	128,6	113,0	113,8	114,3	108,0
15	реальний ВВП	214853	247541	299838	354580	474001	587393	737213	808270	951291	1139177	1304527
16	коэф. росту реального ВВП	-	1,10	1,12	1,03	1,07	1,08	1,02	0,85	1,04	1,05	1,002
17	індекс споживчих цін	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8
18	капітальні інвестиції, млн. грн.	37178	51011	75714	111 174	148 972	222 679	272 074	192 878	189 061	259 932	263 728
19	темпи приросту інвестицій	-	37,2%	48,4%	46,8%	34,0%	49,5%	22,2%	-29,1%	-2,0%	37,5%	1,5%
20	офіційні резервні активи, млн. дол. США	4469	6943	9714,78	19390,6	22358,1	32 479	31 543	26 505	34 576	31 795	24 546
21	коэф. росту офіційних резервів	-	1,55	1,40	2,00	1,15	1,45	0,97	0,84	1,30	0,92	0,77

Таким чином, можемо констатувати зменшення показників, які знаходяться у лівій частині рівняння 2.2, що обумовлює зменшення показників правої частини даного рівняння (рис. 2.9).

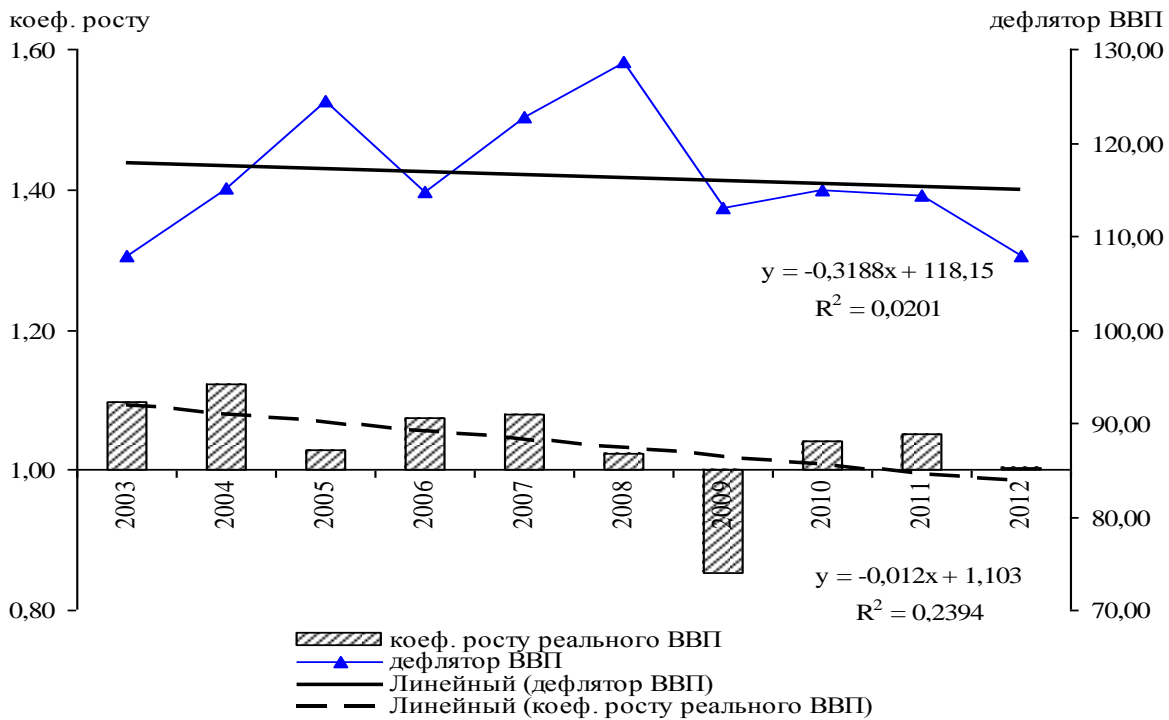


Рисунок 2.9 - Динаміка реального ВВП та дефлятора ВВП в Україні

Таким чином, можна стверджувати, що рівноважний стан, до якого наближається грошово-кредитний ринок України, не є достатньо ефективним в аспекті забезпечення сталого економічного зростання: стабілізація обігу грошей та зменшення темпів зростання грошової маси урівноважуються слабким економічним зростанням на межі рецесії (за результатами 2012 року приріст реального ВВП становив лише 0,2%). Дану тезу також підтверджують інші показники наведені у таблиці 2.2. З одного боку спостерігається стабілізація, на об'єктивних для національної економіки рівнях [30], ряду показників грошового ринку: грошового мультиплікатора, частки готівки у грошовій масі, рівня монетизації. З іншого боку, відбувається посилення дефляційних тенденцій на споживчому ринку (зменшення індексу споживчих цін), сповільнюється динаміка зростання реального ВВП, а також зменшуються (за

виключенням 2011 року, що обумовлено підготовкою до чемпіонату Європи із футболу) капітальні інвестиції (табл. 2.2).

Третій напрямок аналізу тенденції урівноваження грошово-кредитного ринку України пов'язаний із оцінкою ефективності та стійкості банків другого рівня, як основних суб'єктів даного ринку. У таблиці 2.3 наведено ряд ключових показників, які комплексно характеризують стійкість та ефективність комерційних банків України за період з I кварталу 2010 року по I квартал 2013 року. Наведені у даній таблиці показники являють собою основні індикатори фінансової стійкості, які розраховуються Національним банком України відповідно до методології МВФ та оприлюднюються на офіційних сайтах НБУ [60] та МВФ [155].

Проаналізувавши наведені у таблиці 2.3 дані, можна зробити наступні висновки. По-перше, починаючи із I кварталу 2012 року банки України, вперше за період аналізу, вийшли на прибутковий рівень. Однак, абсолютні показники рентабельності залишаються у кілька разів меншими за відповідні показники докризового періоду.

По-друге, залишаються досить високими ризики активних банківських операцій, які не повністю покриваються власним капіталом банків. Зокрема, показники співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів та співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів переважно знижувались протягом досліджуваного періоду: загальне їх зменшення становило 12%. Також достатньо високими залишаються кредитні ризики. Незважаючи на поступове зменшення частки недіючих кредитів у капіталі та кредитному портфелі протягом більшості кварталів, у IV кварталі 2012 року відбулось істотне зростання даних показників, що обумовило їх приріст за весь період аналізу. Дана тенденція частково пояснюється посиленням вимог регулятора до формування резервів, що повинно покращити захищеність кредитного портфеля банків та підвищити їх стійкість.

Таблиця 2.3 – Основні індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій за період з I кв.2010 р. по I кв. 2013 р.

№ з/п	Показники	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2010Q1-2013Q1
1	Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	20,8	20,6	20,15	20,83	20,02	19,2	18,87	18,9	17,88	17,98	18,24	18,06	18,2	-
	<i>коэф. росту показника 1</i>		0,99	0,98	1,03	0,96	0,96	0,98	1,00	0,95	1,01	1,01	0,99	1,01	0,88
2	Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів	15,52	15,33	14,86	15,11	14,37	14,29	14,11	13,99	13,57	13,82	13,97	13,77	13,72	-
	<i>коэф. росту показника 2</i>		0,99	0,97	1,02	0,95	0,99	0,99	0,99	0,97	1,02	1,01	0,99	1,00	0,88
3	Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	29,09	28,41	30,65	29,17	28,5	25,78	26,49	25,76	26,9	25,93	25,1	36,03	35,72	-
	<i>коэф. росту показника 3</i>		0,98	1,08	0,95	0,98	0,90	1,03	0,97	1,04	0,96	0,97	1,44	0,99	1,23
4	Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	13,74	14,72	15,43	15,27	15,45	15,41	15,3	14,73	14,85	14,07	13,8	16,54	15,91	-
	<i>коэф. росту показника 4</i>		1,07	1,05	0,99	1,01	1,00	0,99	0,96	1,01	0,95	0,98	1,20	0,96	1,16
5	Норма прибутку на активи	-0,51	-0,94	-1,11	-1,4	-0,02	-0,11	-0,55	-0,74	0,16	0,14	0,25	0,44	0,28	-
6	Норма прибутку на капітал	-3,64	-6,53	-7,78	-9,73	-0,15	-0,74	-3,78	-5,01	1,1	0,98	1,7	2,92	1,82	-
7	Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	19,28	19,53	18,89	18,84	20,64	19,98	17,89	18,65	19,44	19,1	21,32	22,15	24,68	-
	<i>коэф. росту показника 7</i>		1,01	0,97	1,00	1,10	0,97	0,90	1,04	1,04	0,98	1,12	1,04	1,11	1,28
8	Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	100,85	100,28	94,35	91,19	90,94	89,34	91,71	94,73	93,14	94,46	90,41	90,28	93,07	-
	<i>коэф. росту показника 8</i>		0,99	0,94	0,97	1,00	0,98	1,03	1,03	0,98	1,01	0,96	1,00	1,03	0,92
9	Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	28,41	27,39	27,43	21,61	23,49	20,02	13,83	8,41	9,09	6,51	0,58	2,5	7,13	-
	<i>коэф. росту показника 9</i>		0,96	1,00	0,79	1,09	0,85	0,69	0,61	1,08	0,72	0,09	4,31	2,85	0,25

По-третє, можна констатувати прийнятний рівень валютного ризику та ризику ліквідності. Зокрема, показник співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу протягом досліджуваного періоду зменшився у 4 рази (табл. 2.3). Частка ліквідних активів у сукупних активах банків переважно зростала і станом на 01.04.2013 р. становила 24,7%. Також протягом усього періоду дослідження короткострокові зобов'язання більше ніж на 90 відсотків покривались ліквідними активами.

У підрозділі 2.1 дисертаційного дослідження аналізувались окремі складові оцінки індексу економічної свободи, що розраховується інститутом Фрезера (Fraser Index of Economic Freedom), з точки зору оцінки ефективності державного регулювання грошово-кредитного ринку України. У даному підрозділі ми вважаємо за доцільне проаналізувати динаміку індексу економічної свободи нашої держави в аспекті визначення впливу даного показника на рівень урівноваженості національного грошово-кредитного ринку. У звіті опублікованому у 2013 році [151] наведено оцінки економічної свободи за 152 країнами та територіями (по більшості з них доступні показники з 1980 року по 2011 рік). Середньосвітова оцінка економічної свободи для 101 країни поступово збільшується, у 1980 році вона становила 5,34; у 1990 році – 5,82; у 2000 році – 6,74, в 2011 році – 6,87 (максимальне значення індексу становить 10). Після зниження протягом 2008 та 2009 років, середній світовий рейтинг дещо зріс за результатами 2010 і 2011 років, хоча і залишається нижче максимального рівня 6,92, який був досягнутий за результатами докризового 2007 року.

Динаміка індексу економічної свободи в Україні протягом 1995 – 2011 років наведена на рисунку 2.10 (ліва шкала відображає оцінку складових індексу та його значення в цілому, а права – місце України у рейтингу). За результатами аналізу даного рисунку можна зробити висновок, що протягом досліджуваного періоду рівень економічної свободи в Україні переважно зростав, за виключенням 2008 та 2009 років, протягом яких національний та міжнародний ринки істотно відхилялись від рівноважного стану. Потрібно

підкреслити, що протягом двох десятиліть розрахунку даного індексу спостерігалась суттєва кореляція між його значеннями та темпами економічного розвитку: зростання даного показника (відображає зростання економічної свободи) є важливою передумовою для забезпечення сталого економічного зростання, яке ми розглядаємо як одну із основних характеристик рівноваги грошового ринку. Однак, абсолютний рівень даного індексу протягом усього періоду залишався значно нижчим, ніж середньосвітовий показник, що обумовило досить низькі позиції нашої держави у загальному рейтингу: протягом більшості періодів Україна знаходилась на 120 – 126 місцях. Враховуючи, що кількість країн, для яких розраховується індекс, постійно зростає: у 1995 році аналізувалось 123 країни, у 2005 році – 141 країна, у 2011 році – 152 країни; можна зробити висновок, що наша держава, за рівнем економічної свободи, займає одне з останніх місць у світі.

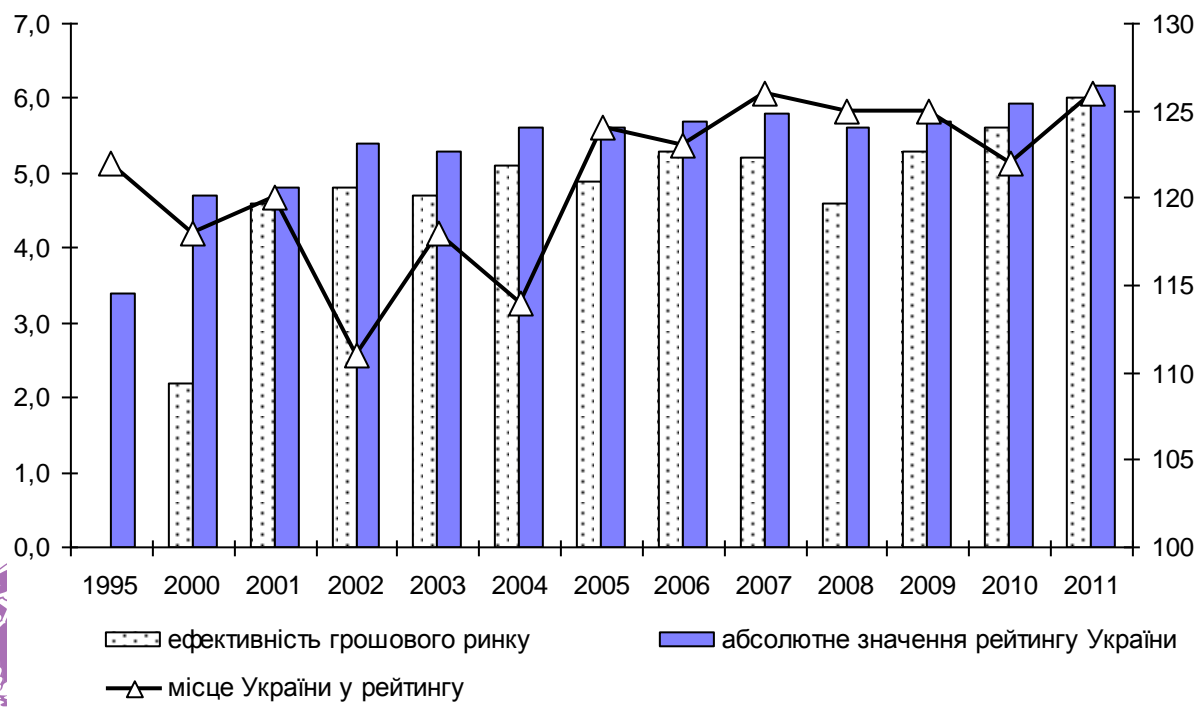
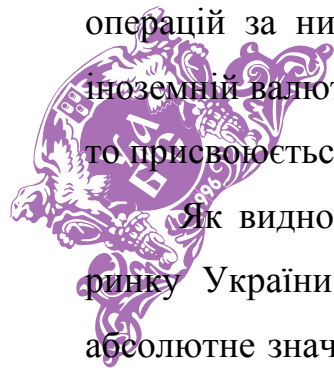


Рисунок 2.10– Динаміка індексу економічної свободи в Україні
 Джерело: сформовано автором на основі бази даних інституту Фрезера [151]

Розрахунок зведеного індексу економічної свободи ґрунтується на кількісному оцінюванні декількох десятків показників, які згруповані за п'ятьма напрямками: вплив держави на економіку, правова система і права

власності, ефективність (свобода) грошового ринку, свобода міжнародної торгівлі, державне регулювання [151]. У контексті оцінки урівноваженості грошово-кредитного ринку України нас, перш за все, цікавить третя група показників даного індексу, яка дозволяє визначити ефективність (свободу) грошового ринку. До даної групи відносяться наступні індикатори. По-перше, середньорічне зростання грошової маси (M1) протягом останніх п'яти років мінус середньорічне зростання реального ВВП протягом останніх десяти років. Максимальні оцінки отримують країни у яких темпи росту грошової маси відповідали довгостроковим трендам зростання ВВП: логіка даних оцінок ґрунтується на рівнянні Фішера, яке розглядалось вище. По-друге, стандартне відхилення темпів інфляції, яка вимірюється на основі дефлятора ВВП, а при відсутності даних – індексом споживчих цін; протягом останніх п'яти років. Найвищі оцінки отримують країни з мінімальною (наближеною до нуля) варіацією рівнів інфляції протягом останніх п'яти років. По-третє, аналізується рівень інфляції за останній рік (пріоритет надається індексу споживчих цін, при відсутності даних – використовується дефлятор ВВП). Найвищі оцінки отримують країни, які забезпечили досягнення цільових орієнтирів інфляції, тобто підтримували стабільно низькі темпи зростання цін (для розвинених країн цільовий річний орієнтир індексу споживчих цін формується у межах 1 – 2,5%, а для країн, що розвиваються – у межах 5 – 7%). По-четверте, вивчається свобода щодо відкриття банківських рахунків в іноземній валюті та виконання операцій за ними. Якщо відкриття та використання банківських рахунків у іноземній валюті доступне без обмежень як усередині країни, так і за кордоном, то присвоюється найвищий рейтинг 10.

Як видно з рисунку 2.10, показники ефективності (свободи) грошового ринку України протягом 2000 – 2011 років переважно зростали, однак їх абсолютне значення у кожному із періодів було нижчим, ніж загальний індекс економічної свободи нашої держави. Враховуючи надані вище оцінки загальному індексу економічної свободи в Україні, можна зробити висновок, що рівень ефективності функціонування грошового ринку України, порівняно з



іншими країнами світу, є досить низьким. Даний висновок підтверджується показниками таблиці 2.1 пункту 2.1: Україна, поряд з Росією та Казахстаном, має найнижчий рівень ефективності (свободи) грошового ринку з поміж розвинених країн, включених у вибірку, а також країн Східної Європи. Потрібно зазначити, що дані щодо індексу економічної свободи та його окремих складових, враховуючи складність формування інформаційної основи для відповідного розрахунку за більше ніж 150 країнами світу, оприлюднюються із лагом у 1-2 роки. Однак, враховуючи проаналізовані вище методичні підходи до розрахунку показників оцінки ефективності (свободи) грошового ринку, можна зробити висновок, що за результатами 2012-2013 років оцінки двох показників, які спрямовані на оцінку варіації та абсолютного рівня інфляції, для економіки України істотно покращаться. З іншого боку, практично нульові темпи зростання реального ВВП протягом 2012-2013 років, а також посилення регулювання валютного сегменту грошового ринку (введення обов'язкового продажу валюти, обмеження конверсійних операцій і т.д.) спричинять зниження першого та четвертого показників оцінки ефективності (свободи) грошового ринку. Таким чином, загальна оцінка свободи грошового ринку України за результатами останніх двох років істотно не зміниться.

Таким чином, недостатня ефективність грошово-кредитного ринку з точки зору індексу економічної свободи, високі ризики за активними (перш за все кредитними) банківськими операціями, низька рентабельність банків, а також нестабільність їх ресурсної бази не дозволяють охарактеризувати стан грошово-кредитного ринку України, як рівноважний. Даний висновок опосередковано підтверджується зменшенням протягом 2012-2013 років частки іноземного капіталу у статутному капіталі банків України, що засвідчує зниження привабливості та конкурентноздатності вітчизняного банківського сектору.

За результатами даного дослідження складно зробити однозначні висновки щодо рівня урівноваженості грошово-кредитного ринку України. З

одного боку, спостерігається цілий ряд позитивних тенденцій: досягаються цільові показники по інфляції, забезпечується стабільність національної валюти; наближаються до об'єктивних (рівноважних) рівнів певні монетарні показники (швидкість обігу грошей, грошовий мультиплікатор, частка готівки у грошовій масі, рівень монетизації); забезпечується прийнятний рівень валютного ризику та ризику ліквідності банків другого рівня, а також поступово відновлюється прибутковість банківського бізнесу.

З іншого боку, нами виокремлено негативні тенденції розвитку грошово-кредитного ринку України:

1. урівноваження окремих монетарних параметрів не достатньо сприяє макроекономічному зростанню, що засвідчують показники ефективності (свободи) грошового ринку;

2. відсутність достатніх можливостей у НБУ економічними інструментами грошово-кредитної політики, через регулювання обсягу грошової маси, впливати на рівень інфляції;

3. посилення нестабільності на валютному сегменті грошового ринку;

4. високі ризики за активними банківськими операціями, а також не завершеність процесу “очищення” кредитних портфелів банків від неякісних кредитів.

Потрібно підкреслити, що Національний банк України здійснює переважно позитивний вплив на рівень урівноваженості національного грошово-кредитного ринку. Однак, не усі проблеми, пов'язані із забезпеченням ефективної рівноваги даного ринку, можна вирішити монетарними методами, які застосовує центральний банк. Вирішення більшості зазначених проблем можливе лише при здійсненні комплексних заходів у межах державної економічної політики в цілому. Дана теза набирає особливої актуальності в умовах політико-економічної кризи, яка спостерігається в Україні з кінця 2013 року.

2.3 Оцінка детермінант попиту на гроші в Україні

У підрозділі 1.3 було виявлено та проаналізовано теоретичні взаємозв'язки між попитом на гроші та показниками реальної економічної активності, рівня цін, платіжних інновацій, очікувань економічних агентів і параметрами, які обумовлюють їх рішення щодо формування структури фінансового портфелю. Висновки, отримані у теоретичній частині дисертаційного дослідження, свідчать про різновекторність впливу зазначених факторів на попит на гроші, що ускладнює балансування структури та динаміки грошової маси з боку центрального банку. Виходячи з цього, актуальності набуває емпіричне обґрунтування характеру та кількісних параметрів впливу найбільш суттєвих детермінант попиту на гроші у сучасних реаліях розвитку економіки України, що, на нашу думку, дозволить Національному банку підвищити ефективність операцій з урівноваження кон'юнктури грошово-кредитного ринку.

Поставлена мета передбачає пошук вимірників, які найбільш якісно чисельно апроксимують дію виявлених детермінант попиту на гроші.

Так, у емпіричних дослідженнях вимірником економічної активності, яка є однією із основних детермінант попиту на гроші, найчастіше виступає динаміка реального ВВП або ВНП, реального обсягу споживання, наявного доходу, дебетових оборотів по рахунках до запитання, особистих доходів, індексів виробництва тощо.

Як видно з таблиці 2.4, значення коефіцієнтів лінійної кореляції Пірсона, розраховані на основі офіційних квартальних даних у періоді з 2003 по 2013 роки, свідчать про наявність статистично значущого (на рівні 0,05) зв'язку між грошовими агрегатами та показниками економічної активності в Україні. Зазначимо, що у розрахунках використовувалися реальні значення вказаних агрегатів та показників, виражені у цінах грудня 2002 року за допомогою корекції на базовий індекс споживчих цін.

Таблиця 2.4 – Матриця парних кореляцій Пірсона між грошовими агрегатами та показниками економічної активності в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні показники	M0	M1	M2	M3	ВВП	Найвний доход	Роздрібний товарооборот	Випуск
M0	1,00	1,00	0,96	0,96	0,87	0,92	0,92	0,79
M1		1,00	0,97	0,97	0,90	0,94	0,94	0,82
M2			1,00	1,00	0,89	0,94	0,94	0,82
M3				1,00	0,89	0,95	0,95	0,82
ВВП					1,00	0,99	0,95	1,00
Найвний доход						1,00	0,97	0,98
Роздрібний товарооборот							1,00	0,94
Випуск								1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки на основі даних НБУ [155,156] та Держкомстату [157]

У цілому, значення парних кореляцій є достатньо подібними, що пояснюється зокрема сильним взаємозв'язком у динаміці розглянутих показників економічної активності. Більш щільний зв'язок із попитом на гроші демонструють реальні обсяги наявного доходу та роздрібного товарообороту (коефіцієнт кореляції складає у середньому 0,94), тоді як найменше значення кореляційного співвідношення характерно для показника випуску (середній показник кореляції становить 0,88).

Отже, за тиснотою зв'язку з попитом на гроші в Україні показники реального наявного доходу та роздрібного товарообороту домінують над популярним показником реального ВВП. На нашу думку, це можна пояснити неспроможністю останнього показника комплексно апроксимувати обсяг нагромадження грошей, обумовлений трансакційним мотивом.

Враховуючи вади показника ВВП, Д.М. Кейнс [87], Т.І. Поллі [88], Р. Поллін і Г. Шаберг [89], П. Ховелс і К.А. Хусейн [90] та інші дослідники у своїх роботах обґрунтовували переваги використання показника *загального обсягу трансакцій* при побудові функції попиту на гроші. На думку науковців, зокрема доцільним є додаткове врахування *оборотів на вторинних ринках – як реальному, так і фінансовому*.

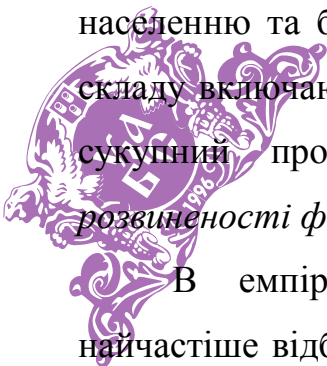
Крім того, з метою трансформації ВВП у показник *загального обсягу трансакцій*, на нашу думку, доцільно враховувати низку коригувань, запропонованих М.Ю. Малкіною [162].

По-перше, попит на гроші для трансакцій залежить не тільки від вартості кінцевого продукту, яким є ВВП, а й *від вартості проміжного продукту*, для реалізації якого також необхідні гроші. Якщо частка останнього в сукупному суспільному продукті велика (це має місце за умов високого розвитку технологічної структури національної економіки, включення до неї всіх стадій – від добування сировини до реалізації кінцевих товарів і послуг), то рівень монетизації з об'єктивних причин повинен бути вище. Наприклад, протягом 2003 – 2013 років обсяги проміжного споживання в Україні склали у середньому 1139,24 млрд. грн. на рік, що в 1,33 раза перевищує середній обсяг ВВП;

По-друге, внутрішній попит на гроші також залежить від *рівня абсорбції економіки* – тієї частини ВВП, яка реалізується всередині країни або обмінюється на імпорт. Виходячи з цього, при емпіричних дослідженнях сукупний продукт доцільно коригувати на обсяг чистого експорту (різницю між експортом та імпортом). Наприклад, у деяких кварталах 2003 – 2013 років в Україні така різниця сягала 12 % від ВВП (у середньому – 3 %).

По-третє, грошова маса обслуговує угоди не тільки в реальному, а й у фінансовому секторі економіки, операції з купівлі-продажу іноземної валюти населенню та бізнесу. Беручи до уваги те, що при розрахунку ВВП до його складу включаються тільки доходи, а не обороти посередників на цих ринках, сукупний продукт пропонується коригувати з урахуванням *ступеню розвиненості фінансових ринків*.

В емпіричних дослідженнях вимірювання останнього показника найчастіше відбувається на основі розрахунку індикаторів фінансової глибини (financial depth), які є відносними показниками, що демонструють питому вагу того чи іншого сегмента фінансового ринку щодо ВВП або іншого фінансового



індикатора. М.І. Столбов у роботі [163] пропонує виділити три блоки таких показників, які, зокрема, розраховуються експертами Світового банку [164]:

1) індикатори розвитку банківської системи (відношення обсягу кредитів, виданих комерційними банками, до ВВП; обсягу банківських депозитів до ВВП; чистої процентної маржі до загальної величини процентних активів банківської системи і т.ін.);

2) індикатори розвитку ринку цінних паперів (відношення капіталізації ринків акцій, корпоративних і державних облігацій до ВВП і т.ін.);

3) показники розвитку страхового сектору (питомі ваги зібраних премій по страхуванню життя і іншим видам страхування у ВВП).

Окрім наведених вище коригувань, теоретично обґрунтованим є врахування у складі загального обсягу трансакцій також таких компонентів:

- 1) обсягу тіншового сектору економіки;
- 2) оборотів вторинних ринків рухомого майна (зокрема, автомобілів);
- 3) обсягу невиробничих фінансових операцій, зокрема державних трансферних платежів (видатки держави на соціальне страхування, допомогу з безробіття, пенсії тощо) і приватних трансферних платежів (наприклад, щомісячні суми, які студенти отримують із дому);
- 4) обсягу нереалізованих запасів товарів.

Так, врахування обсягів тіншової економіки є важливим, оскільки, наприклад, за даними К. Рогова половина готівки в країнах Організації економічного співробітництва та розвитку знаходиться на руках у агентів тіншової економіки [165]. Згідно з розрахунками професора Лінцького університету Фрідріха Шнайдера, якими користуються у своїй роботі Світовий банк і Міжнародний валютний фонд, частка тіншової економіки в Україні склала у 2011 році 44,1% від ВВП. Водночас Міністерство економічного розвитку і торгівлі України дає свою оцінку – 34% від ВВП за 2011 рік [166].

Для обслуговування трансакцій на вторинних ринках нерухомого майна та автомобілів, які не включаються до складу ВВП, однак можуть бути значними за обсягами, також потрібні гроші.

З іншого боку, частина вироблених протягом року товарів, вартість яких складає основу ВВП, може зберігатися у вигляді нереалізованих запасів, що зменшує потребу економіки в грошових коштах. І навпаки – реалізація запасів товарів, вироблених у минулому році, збільшує попит на гроші у поточному році. Таким чином, зміну обсягу нереалізованих запасів товарів доцільно враховувати при визначенні загального обсягу трансакцій в країні. Додатково зазначимо, що у періоді 2003 – 2013 років в Україні такі зміни сягали 10 % від ВВП протягом одного кварталу, що в абсолютному вираженні складає 37,89 млрд. грн.

Суттєві обсяги грошей потрібні також для виплати державних трансферних платежів. Так, протягом 2003 – 2013 років в Україні їх обсяг складав у середньому 49,88 млрд. грн., що становить близько 23 % від ВВП.

Таким чином, теоретично обґрунтованим є розрахунок показника *реального загального обсягу трансакцій* за такою формулою (2.2):

$$RTVT = RGDP + RIP + RSM + REM + RCM + RAM + RSE + RTP - RNX - RS, \quad (2.2)$$

де RTVT – реальний загальний обсяг трансакцій; RGDP – реальний внутрішній валовий продукт; RIP – реальна вартість проміжного продукту; RSM – реальний оборот на ринку цінних паперів; REM – реальний оборот на вторинному ринку нерухомості; RAM – реальний оборот на вторинному авторинку; RCM – реальний оборот на готівковому і безготівковому сегментах валютного ринку; RSE – реальний обсяг тіньового сектору економіки; RTP – реальний обсяг державних трансферних платежів; RNX – реальний обсяг чистого експорту; RS – зміни реальних товарних запасів.

Однак, зауважимо, що включення/виключення окремих розглянутих складових потребує додаткового емпіричного обґрунтування з урахуванням особливостей функціонування економік окремих країн в конкретних історичних умовах.

Одним із завдань даного дослідження є перевірка гіпотези щодо наявності переваг використання показника реального загального обсягу трансакцій як вимірника реальної економічної активності в Україні та емпіричне обґрунтування його складу.

Виходячи з цього, було здійснено розрахунок загального обсягу трансакцій в Україні з урахуванням наявності офіційних квартальних даних щодо динаміки окремих складових даного показника у 2003 – 2013 роках (додаток Г). Зокрема у вільному доступі не виявлено статистичних даних щодо оборотів на вторинних ринках нерухомості та автомобілів. Джерелом статистичної бази виступили офіційні сайти Національного банку України [160, 87], Державного комітету статистики (далі – Держкомстат) [161] та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [167]. Усі показники приведені до реального вираження з використанням базового індексу споживчих цін до грудня 2002 року.

Можливості оцінки масштабів тіньової економіки досить обмежені в силу самого характеру цього явища, що припускає приховування від обліку, контролю та реєстрації. Отже, обсяг тіньового сектору економіки безпосередньо не охоплюється даними офіційної статистики, однак існує ряд непрямих методів його оцінки, серед яких найбільш прийнятними за умов чинної статистичної бази в Україні є монетарний, “електричний”, фінансовий метод, підхід “витрати населення – роздрібна торгівля” [168]. Більш ґрунтовно з сутністю зазначених та інших методів оцінки пропонуємо ознайомитися у роботах [169 – 171], оскільки це виходить за рамки нашого дослідження.

У даній роботі обсяг тіньового сектору економіки України розраховувався як середнє значення оцінок, отриманих за 7 різними методами, що наведені в [166] та [168].

Результати розрахунку парних кореляцій Пірсона, що наведені у таблиці 2.5 та у розгорнутому вигляді представлені в додатку Д, свідчать на користь обґрунтованості наших теоретичних висновків щодо компонентного складу показника реального загального обсягу трансакцій (2.2)

Таблиця 2.5 – Парні кореляції Пірсона між грошовими агрегатами та складовими показника обсягу загальних трансакцій в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Реальні складові обсягу загальних трансакцій								
	ВВП	Проміжне споживання	Обсяг торгів на ринку цінних паперів	Обсяг операцій з іноземною валютою	Тіньовий сектор	Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	Чистий експорт	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	
M0	0,87	0,80	0,73	0,85	0,90	0,97	-0,78	-0,02	
M1	0,90	0,82	0,74	0,86	0,92	0,97	-0,82	0,00	
M2	0,89	0,82	0,73	0,86	0,91	0,97	-0,83	-0,04	
M3	0,89	0,82	0,73	0,86	0,91	0,97	-0,84	-0,04	
<i>Середнє</i>	<i>0,89</i>	<i>0,81</i>	<i>0,73</i>	<i>0,86</i>	<i>0,91</i>	<i>0,97</i>	<i>-0,82</i>	<i>-0,03</i>	

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки

Так, можна констатувати наявність сильного прямого статистично значимого зв'язку між грошовими агрегатами та складовими показника загальних трансакцій в Україні у 2003 – 2013 роках. Виключенням виявилися зміни обсягів запасів матеріальних оборотних коштів, які, на нашу думку, не чинять помітного впливу на динаміку грошової маси в країні внаслідок їх відносно незначної величини. Зокрема частка показника обсягу запасів матеріальних оборотних коштів в структурі реального загального обсягу трансакцій протягом періоду дослідження не перевищувала 1,46 %. Динаміка чистого експорту мала зворотній зв'язок з реальною грошовою масою, що відповідає теоретичному передбаченню.

У цілому, як видно з рисунку 2.11, за підсумками IV кварталу 2013 року операції з реалізації кінцевої продукції (ВВП) склали лише 16,01 % від усіх грошових трансакцій в економіці України. Значні обсяги угод були характерні для операцій на готівковому і безготівковому сегментах валютного ринку, сфери проміжного споживання та ринку цінних паперів, частки яких склали відповідно 32,27 та 22,80 та 17,41 %.

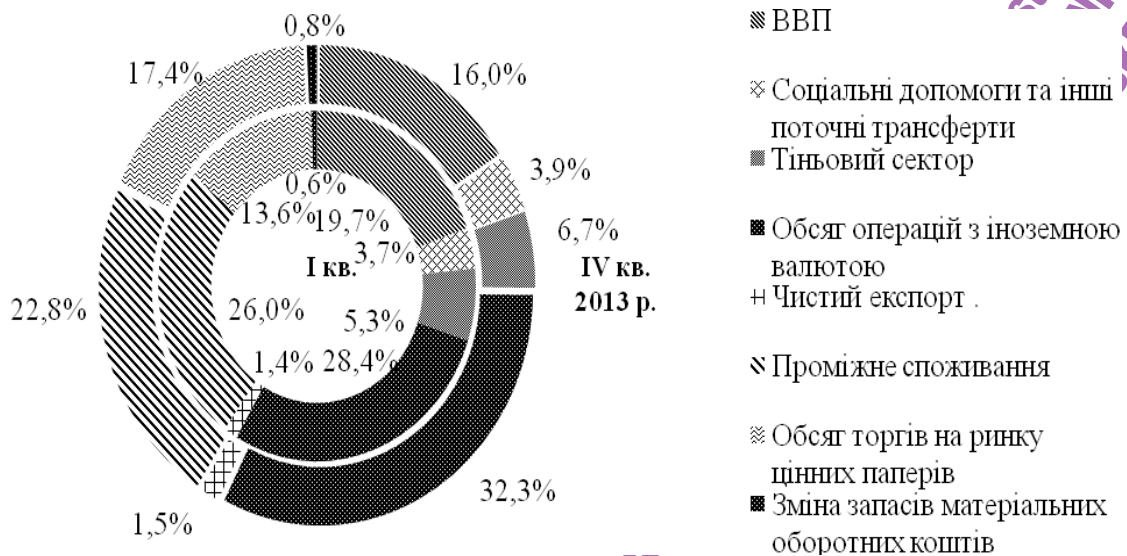


Рисунок 2.11 – Структура показника реального загального обсягу трансакцій в Україні у 2003 та 2013 рр.

Джерело: власні розрахунки

Співвідношення між загальним обсягом трансакцій та ВВП у реальному вираженні зросло з 4,94 у I кварталі 2003 року до 9,04 у IV кварталі 2012 року, однак протягом 2013 року знизилось до 6,25 (рис. 2.12). Такий тренд свідчить про неврахування останнім показником значного обсягу трансакцій, проведення яких збільшує попит на гроші.

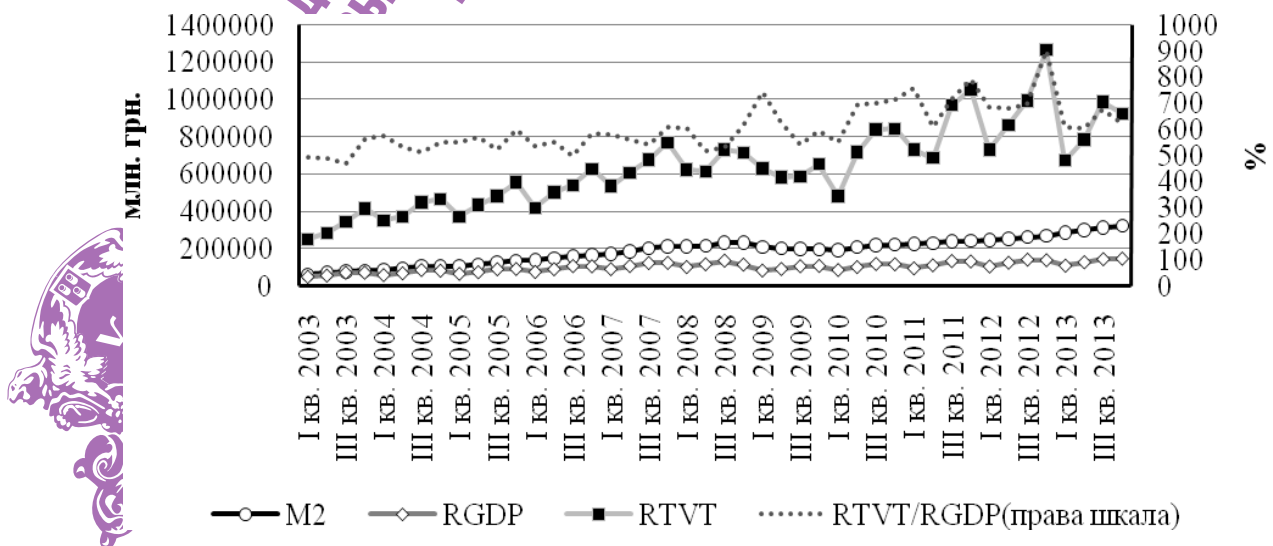


Рисунок 2.12 – Динаміка грошового агрегату M2 та окремих показників економічної активності в Україні у 2003 – 2013 рр. (у реальному вираженні)

Джерело: власні розрахунки

Додатково зазначимо, що співвідношення агрегату М2 до ВВП у номінальному вираженні протягом проаналізованого періоду коливалося у межах від 29,25 % до 57,59 %, тоді як діапазон варіації співвідношення агрегату М2 до RTVT склав 7,72 – 13,17 % (рис. 2.13). Така тенденція актуалізує питання оптимальності рівня монетизації економіки України, яке, однак, не є предметом нашого дослідження.

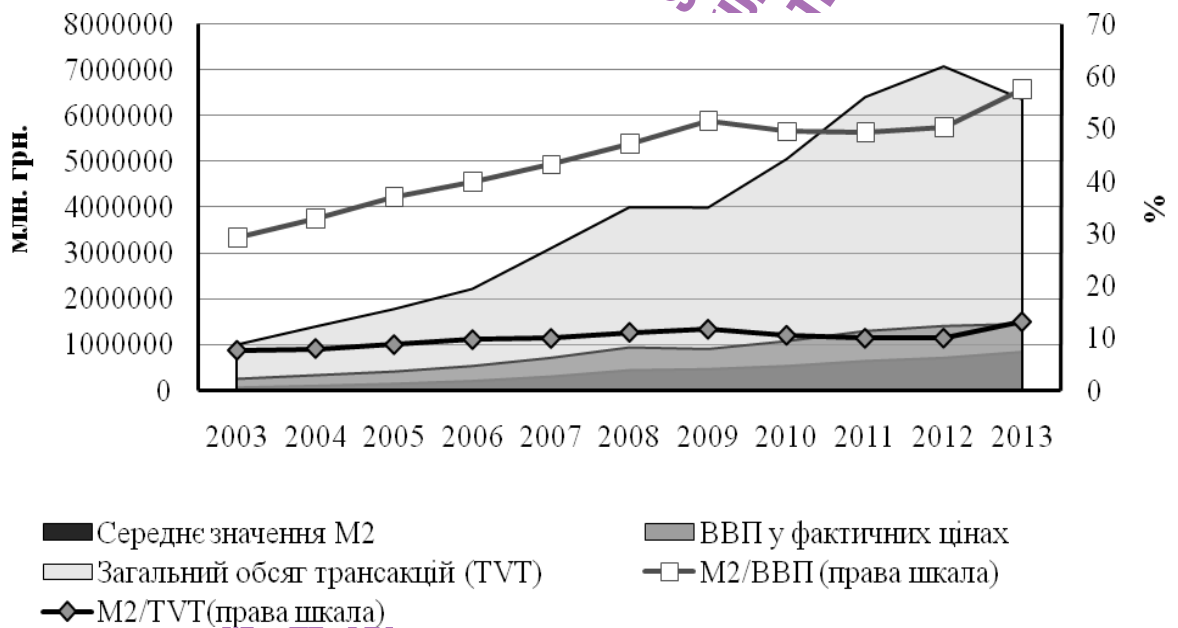


Рисунок 2.13 – Динаміка показників монетизації економіки України у 2003 – 2013 рр.

Джерело: власні розрахунки

Середнє значення кореляційного співвідношення показника RTVT з грошовими агрегатами, розрахованого за непараметричною методологією Спірмена, склало 0,93, що на 5 процентних пунктів вище, ніж значення для показника реального ВВП. Відмітимо, що застосування непараметричного підходу є доцільним, зокрема, у випадках невеликої глибини ретроспективи спостережень та порушення нормального закону у їх розподілі, що є актуальним для нашого дослідження.

Однак, з іншого боку, середнє значення кореляційного співвідношення, розрахованого за методологією Пірсона, між показником RTVT та грошовими

агрегатами склало 0,87. Це значення виявилось дещо нижчим від кореляції між традиційними показниками економічної активності та грошовими агрегатами в Україні у 2003 – 2013 роках (див. табл. 2.4). Отже можна констатувати, що включення певних компонентів до складу показника RTVT з різних причин має негативний вплив на щільність зв'язку даного показника з попитом на гроші.

З метою виявлення та виключення таких компонентів було проведено три статистичні тести.

У рамках першого тесту складові показника RTVT (окрім реального ВВП) було проранжовано у порядку зменшення середньої щільності їх зв'язку з даним показником (див. табл. 2.5). На наступному етапі відбувалося ланцюгове включення проранжованих компонентів до складу показника RTVT. На кожному кроці здійснювалися розрахунки кореляції Пірсона між отриманим кумулятивним показником реального обсягу трансакцій і грошовими агрегатами та аналізувалися тренди у щільності зв'язку (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 – Тест 1: парні кореляції Пірсона між грошовими агрегатами та кумулятивним показником реального загального обсягу трансакцій в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Предиктори							
	ВВП	2+ Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	3+ Тіньовий сектор	4+ Обсяг операцій з іноземною валютою	5- Чистий експорт	6+ Проміжне споживання	7+ Обсяг торгів на ринку цінних паперів	8- Зміна запасів матеріальних оборотних коштів = RTVT
1	2	3	4	5	6	7	8	9
M0	0,87	0,91	0,91	0,89	0,90	0,89	0,86	0,86
M1	0,90	0,93	0,93	0,91	0,91	0,91	0,87	0,87
M2	0,89	0,93	0,93	0,90	0,91	0,90	0,87	0,87
M3	0,89	0,93	0,93	0,90	0,91	0,90	0,87	0,87
Абсолютне відхилення кореляції від попереднього показника								
M0	x	0,04	0,00	-0,01	0,00	-0,01	-0,03	0,00
M1	x	0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,01	-0,03	0,00
M2	x	0,04	0,00	-0,02	0,00	-0,01	-0,03	0,00
M3	x	0,03	0,00	-0,02	0,00	-0,01	-0,04	0,00
Середнє	x	0,04	0,00	-0,02	0,00	-0,01	-0,03	0,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки

Отже, за результатами першого тесту можна зробити висновки, що негативний вплив на щільність зв'язку показника RTVT з грошовою масою мали такі компоненти, як обсяг торгів на ринку цінних паперів, обсяг операцій з іноземною валютою та проміжне споживання. Зниження коефіцієнту кореляції від включення зазначених показників до складу RTVT у середньому складало відповідно -0,03, -0,02 та -0,01. Позитивний вплив (+0,04) мало включення обсягу соціальної допомоги та інших поточних трансфертів. Ефект від включення інших компонентів у цілому був нейтральним.

Проведення другого тесту передбачало почергове додавання до обсягу ВВП окремих компонентів показника RTVT. На кожному етапі, як і у першому тесті, проводився аналіз тренду у щільності зв'язку на основі розрахунків кореляцій Пірсона між отриманими показниками та грошовими агрегатами. За результатами розрахунків, які наведені у таблиці 2.7, до компонентів, що мають позитивний вплив на щільність зв'язку показника RTVT з грошовою масою було додатково віднесено показник тіншового сектору, чистий експорт та зміну запасів матеріальних оборотних коштів.

Таблиця 2.7 Тест 2 : парні кореляції Пірсона між грошовими агрегатами та модифікованим показником ВВП в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Предиктори									
	RTVT	ВВП	ВВП + Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	ВВП + Тіншовий сектор	ВВП + Обсяг операцій з іноземною валютою	ВВП - Чистий експорт	ВВП + Проміжне споживання	ВВП + Обсяг торгів на ринку цінних паперів	ВВП- Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	
M0	0,86	0,87	0,91	0,88	0,88	0,88	0,83	0,81	0,88	
M1	0,87	0,90	0,93	0,91	0,89	0,91	0,86	0,82	0,91	
M2	0,87	0,89	0,93	0,90	0,89	0,91	0,86	0,82	0,91	
M3	0,87	0,89	0,93	0,90	0,89	0,91	0,86	0,81	0,91	
Абсолютне відхилення від кореляції грошових агрегатів з ВВП										
M0	-0,01	x	0,04	0,01	0,01	0,01	-0,03	-0,06	0,02	
M1	-0,03	x	0,03	0,01	0,00	0,01	-0,04	-0,07	0,01	
M2	-0,02	x	0,04	0,01	-0,01	0,02	-0,04	-0,08	0,02	
M3	-0,02	x	0,03	0,01	-0,01	0,02	-0,04	-0,08	0,02	
<i>Середнє</i>	<i>-0,02</i>	<i>x</i>	<i>0,04</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,01</i>	<i>-0,04</i>	<i>-0,07</i>	<i>0,02</i>	

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки

Сутність третього тесту полягала у покроковому відніманні від обсягу RTVT окремих компонентів даного показника та аналізі тренду у щільності зв'язку на основі розрахунків кореляцій Пірсона. Як видно з таблиці 2.8, до зниження коефіцієнтів кореляції у середньому на -0,01 призводить виключення зі складу показника RTVT таких компонентів як ВВП, обсяг проміжного споживання, соціальні допомоги та інші поточні трансферти. Позитивний вплив на тісноту зв'язку мало виключення обсягу торгів на ринку цінних паперів (у середньому на +0,03).

Таблиця 2.8 – Тест 3 : парні кореляції Пірсона між грошовими агрегатами та модифікованим показником RTVT в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Предиктори								
	RTVT	RTVT-ВВП	RTVT-Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	RTVT-Тягловий сектор	RTVT-Обсяг операцій з іноземною валютою	RTVT+Чистий експорт	RTVT-Проміжне споживання	RTVT-Обсяг торгів на ринку цінних паперів	RTVT+Зміна запасів матеріальних оборотних коштів
M0	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85	0,86	0,85	0,89	0,86
M1	0,87	0,86	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,91	0,87
M2	0,87	0,85	0,86	0,86	0,87	0,86	0,86	0,90	0,87
M3	0,87	0,85	0,86	0,86	0,87	0,86	0,86	0,90	0,87
Абсолютне відхилення від кореляції грошових агрегатів з RTVT									
M0	x	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	0,03	0,00
M1	x	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00
M2	x	-0,02	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	0,03	0,00
M3	x	-0,02	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	0,03	0,00
<i>Середнє</i>	<i>x</i>	<i>-0,01</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,03</i>	<i>0,00</i>

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки

Результати тестів з виділенням домінантного характеру впливу узагальнено у таблиці 2.9. Таким чином, такі компоненти реального загального обсягу трансакцій як проміжне споживання та обсяг торгів на ринку цінних паперів у середньому дещо знижують щільність зв'язку показника RTVT з грошовими агрегатами, що, на нашу думку, викликано низкою факторів.

Таблиця 2.9 – Характер впливу, що чинять окремі складові показника RTVT на щільність його зв'язку з грошовими агрегатами в Україні у 2003 – 2013 pp.

	Складові загального реального обсягу трансакцій							
	ВВП	Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	Тіньовий сектор	Обсяг операцій з іноземною валютою	Чистий експорт	Проміжне споживання	Обсяг торгів на ринку цінних паперів	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів
Тест 1	x	+	0	-	0	-	-	0
Тест 2	x	+	+	0	+	-	-	+
Тест 3	+	+	0	0	0	+	-	0
Переважний характер впливу	+	+	0	0	0	-	-	0

Примітка. Знак «+» - позитивний вплив, знак «-» - негативний вплив; 0 – нейтральний вплив.

Джерело: власні оцінки.

Так, проміжне споживання може частково відбуватися без застосування грошових коштів, наприклад, у випадку використання підприємствами у процесі виробництва напівфабрикатів, вироблених афілійованими структурами, проведення розрахунків на умовах бартеру або заліку взаємних вимог.

Зміна обсягів торгів на ринку цінних паперів може супроводжуватися непропорційною зміною грошової маси. Зокрема продаж цінних паперів може не викликати збільшення обсягів грошової маси у випадку одночасної купівлі інших фінансових інструментів. При цьому, хоча гривня номінально задіяна у таких операціях, реальних гривневих потоків не виникає. Крім того, переважна частина трансакцій на ринку цінних паперів в Україні здійснюється банками для власних операційних чи спекулятивних потреб, що не викликає змін грошових агрегатів, оскільки банківські авуари не входять до їх складу.

Вплив чотирьох компонентів за результатами тестів виявився у цілому нейтральним, виходячи з чого нами були протестовані різні варіанти розрахунку показника реальної економічної активності на наявність найбільш тісного зв'язку з динамікою грошових агрегатів в Україні.

Як видно з Додатку Е, найбільш щільний зв'язок (середнє значення кореляційного співвідношення Пірсона на рівні 0,94) продемонстрував показник, склад якого можна формалізувати таким чином (2.3):

$$REAF_a = RGDP + RTP - RNX - RS, \tag{2.3}$$

де REAF_a – уточнений показник реальної економічної активності; RGDP – реальний внутрішній валовий продукт; RTP – реальний обсяг державних трансферних платежів; RNX – реальний обсяг чистого експорту; RS – зміни реальних товарних запасів.

Проведемо порівняльний аналіз основних реальних показників економічної активності в Україні у 2003 – 2013 роках. Так, за результатами графічного аналізу рисунка 2.13, можна зробити висновки щодо тісного статистичного зв'язку між усіма показниками економічної активності. У їх динаміці спостерігається висхідний тренд та наявність сезонної складової. Також можна відмітити, що у динаміці грошового агрегату M2 візуально відсутні сезонні коливання, в результаті чого він більш згладжено реагує на різкі зміни у трендах показників економічної активності.

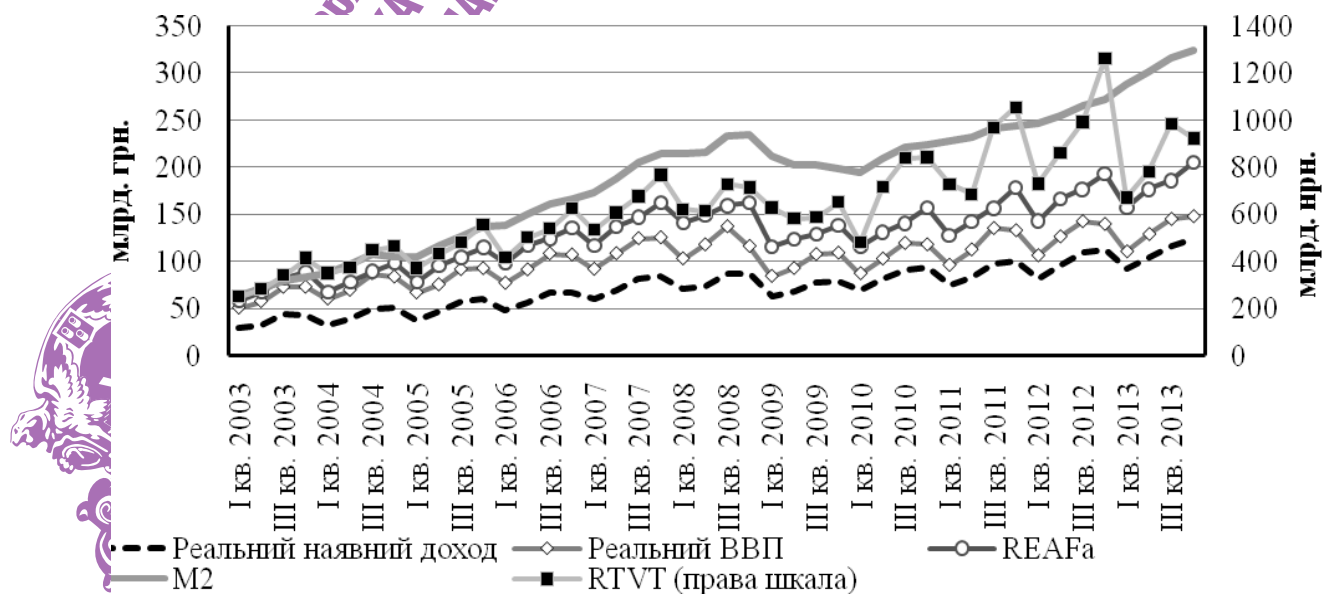


Рисунок 2.13 – Динаміка грошового агрегату M2 та основних показників економічної активності в Україні (у реальному вираженні) у 2003 – 2013 рр.

Джерело: власні розрахунки

На рисунку 2.14 продемонстровано, що синтезований показник $REAF_a$ незначно домінує над іншими показниками за критерієм щільності зв'язку з реальними грошовими агрегатами.

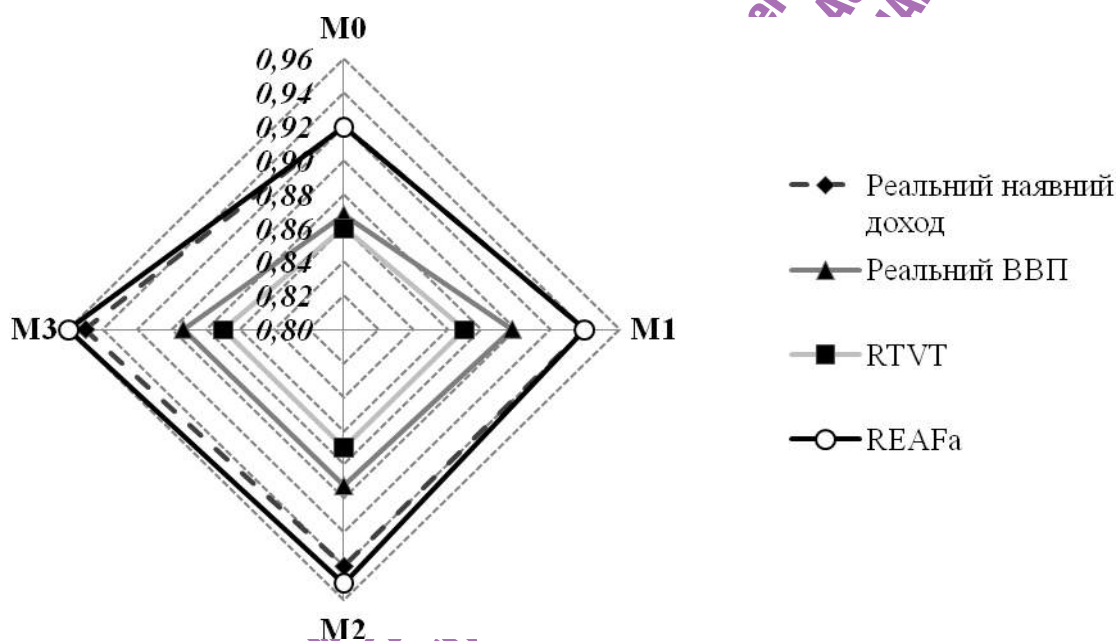


Рисунок 2.14 – Кореляційні співвідношення Пірсона грошових агрегатів з основними показниками економічної активності в Україні у 2003 – 2013 рр.

Джерело: власні розрахунки

Більш детальний аналіз описових статистик, наведених в таблиці 2.10, свідчить, що за критерієм мінімуму варіації синтезований показник $REAF_a$ незначно (на 3,24 п.п.) поступається лише показнику реального ВВП та домінує над реальним наявним доходом та показником RTVT відповідно на 5,56 та 6,67 п.п.

Враховуючи суттєву зміну рівнів рядів протягом періоду дослідження, додатково було розраховані середні значення варіації показників упродовж окремих років. Найменшу середньорічну варіацію (12,83 %) продемонстрував уточнений показник реальної економічної активності $REAF_a$.

Таким чином, за результатами проведеного аналізу можна констатувати, що у сучасних реаліях функціонування економіки України різні вимірники економічної активності демонструють майже однакову ефективність.

Таблиця 2.10 – Описові статистики основних показників економічної активності в Україні у 2003 – 2013 рр.

Показники	Середнє значення, млрд. грн.	Мінімальне значення, млрд. грн.	Максимальне значення, млрд. грн.	Розмах, млрд. грн.	Середньокв. відхилення, млрд. грн.	Коефіцієнт варіації, %	Середньорічний коефіцієнт варіації, %
Реальний наявний дохід	74,33	29,33	124,30	94,97	24,18	32,53	15,26
Реальний ВВП	105,72	51,24	147,96	96,72	25,09	23,73	14,30
RTVT	657,44	253,18	1263,25	1010,07	221,19	33,64	16,67
REAF _a	134,04	58,80	205,51	146,71	36,15	26,97	12,83

Джерело: власні розрахунки

З поміж традиційних показників найбільш тісний зв'язок з грошовими агрегатами продемонстрував показник реального наявного доходу (середнє значення коефіцієнта кореляції Пірсона на рівні 0,94). Перевагою його застосування є доступність офіційних даних у готовому вигляді для розрахунків. Недолком є дещо вища варіація значень, ніж у інших показників.

Враховуючи неможливість врахування традиційними показниками цілого спектру операцій, проведення яких відбувається за допомогою грошових засобів, а відповідно впливає на попит на гроші, запропоновано механізм розрахунку показника реального загального обсягу трансакцій (RTVT). Обґрунтованість запропонованого механізму була емпірично підтверджена наявністю статистично значимого зв'язку між грошовими агрегатами та складовими зазначеного показника в Україні у 2003 – 2013 рр.

Крім того, тісний зв'язок із грошовою масою продемонстрував і сам показник RTVT (середнє значення кореляційного співвідношення, розрахованого за непараметричною методологією Спірмена, склало 0,93). Однак з іншого боку, середнє значення кореляційного співвідношення,

розрахованого за методологією Пірсона, між показником RTVT та грошовими агрегатами склало 0,87, що виявилось дещо нижчим від кореляцій, характерних для традиційних показників економічної активності. Варіація показника RTVT виявилася максимальною з поміж інших показників.

Отже, у цілому якість запропонованого показника реального загального обсягу трансакцій виявилась високою, однак, враховуючи трудомісткість його розрахунку, використання даного показника у дослідженнях попиту на гроші, на нашу думку, наразі є недоцільним. Натомість поступовий розвиток фондового ринку, активізація участі фізичних осіб на ньому, згорання тіньового сектору в Україні та удосконалення методології оцінки його обсягів з часом можуть зробити використання показника RTVT більш привабливим та обґрунтованим. З нашої точки зору, на даному етапі використання даного показника може бути актуальним у дослідженнях оптимальності рівня монетизації економіки України.

Прагнення нівелювати недоліки показника RTVT дозволило синтезувати показник економічної активності REAF_a, який на сучасному етапі розвитку економіки України за результатами більшості статистичних тестів домінує за якістю над традиційними показниками економічної активності та показником реального загального обсягу трансакцій.

Зміни рівня економічної активності, якість вимірників якої ми дослідили, у свою чергу, визначаються двома самостійними чинниками – динамікою рівня реального обсягу виробництва та рівня цін. Дані складові можуть діяти незалежно один від одного, внаслідок чого у підрозділі 1.3 було запропоновано розглядати їх як самостійні чинники впливу на попит на гроші.

У емпіричних дослідженнях вимірниками *рівня цін* зазвичай виступають індекс споживчих цін (далі – ІСЦ), індекси цін виробників (далі – ІЦВ), індекс-дефлятор ВВП, тренд у динаміці інфляції тощо.

Зазначимо, що у підрозділі 2.2, нами вже досліджувались взаємозв'язки між місячними коефіцієнтами росту індексу споживчих цін, базового індексу споживчих цін та грошовими агрегатами за період з січня 2009 року по

березень 2013 року. Аналіз також проводився із використанням лагів від 1 до 7 місяців. За результатами дослідження зроблено висновок щодо слабого взаємозв'язку між грошовою масою та інфляційною динамікою.

У рамках даного дослідження було збільшено глибину ретроспективи та на базі щомісячних офіційних даних Держкомстату [173] у періоді з 2003 по 2013 рік проаналізовано кореляцію між грошовими агрегатами та показниками цінової динаміки. Враховуючи природу даних, що досліджуються, кроком спостережень було обрано квартал. Для переходу до квартального вимірника розраховувалися середні значення щомісячних індексів цін у відповідному кварталі.

За результатами аналізу можна констатувати наявність прямого сильного статистично значимого зв'язку між реальною грошовою масою та інфляційною динамікою в Україні у 2003– 2013 роки. (рис. 2.15). Так, середні значення кореляційних співвідношень Пірсона між грошовими агрегатами та базовими до грудня 2002 року індексами споживчих цін та цін виробників промислової продукції виявилися ідентичними та склали 0,92.

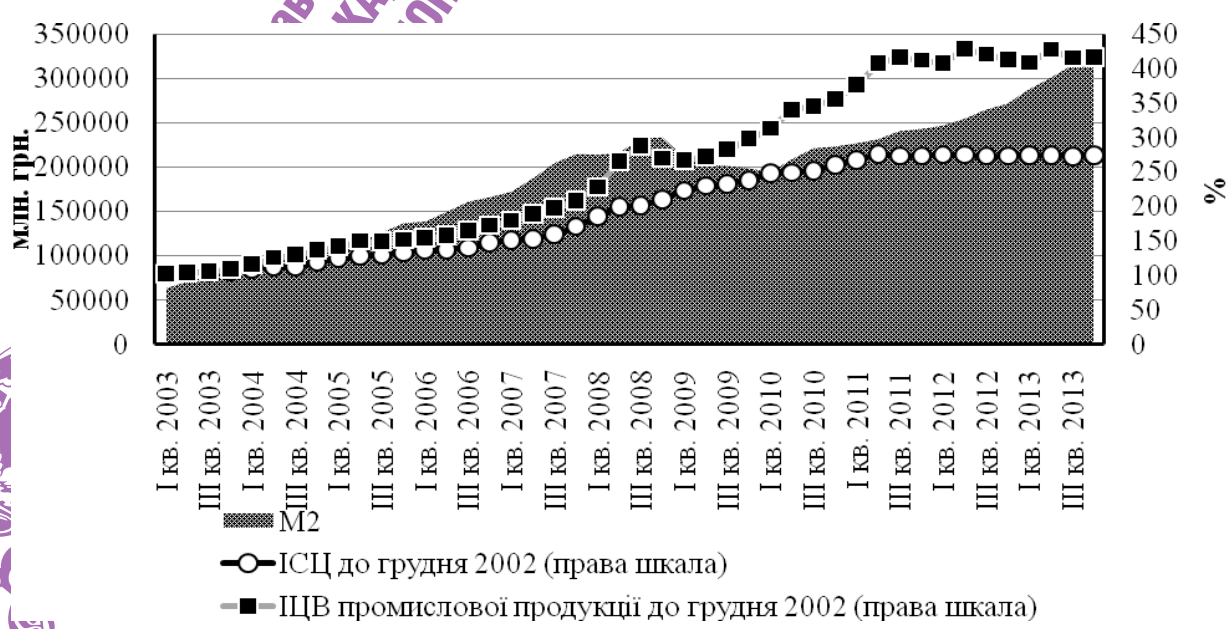


Рисунок 2.15 – Кореляційні співвідношення Пірсона грошових агрегатів з базовими (до грудня 2002 р.) індексами цін у 2003 – 2013 рр.

Джерело: власні розрахунки

Як зазначалося у підрозділі 1.3, до найважливіших чинників, які визначають швидкість обігу грошей, а відповідно і попит на них, належать зміни у перевагах економічних агентів щодо вибору структури фінансового портфеля. У свою чергу, такі переваги визначаються низкою факторів, моделювання динаміки яких є ускладненим унаслідок значної складності та дискусійності підбору проксі-показників. До таких факторів можна віднести рівень ризиковості та ліквідності інвестицій у негрошові активи, а також вартість отримання інформації про них. Тому у нашому дослідженні сконцентруємо свою увагу на аналізі таких не менш важливих предикторів попиту на гроші, як очікувана віддача від інвестицій у негрошові активи та рівень багатства економічних агентів.

Основним вимірником віддачі від інвестицій у негрошові активи в емпіричних дослідженнях зазвичай виступають різноманітні процентні ставки. На нашу думку, актуальними вимірниками альтернативних втрат для країн з недостатньо розвиненим фондовим ринком можуть виступати доходність валютообмінних операцій та рентабельність трансакцій на ринку нерухомості.

Слід відзначити, серед науковців відсутній консенсус щодо питання, яким саме показником апроксимувати рівень процентних ставок. Серед найбільш поширених показників застосовуються такі: середньозважена ставка процента (середнє з процентних ставок по ощадних вкладах і ставки інвестиційних фондів відкритого типу), конкурентна імпліцитна ставка за депозитами до запитання, процентна ставка за комерційними паперами (векселями) [174], процентна ставка за депозитами для фізичних осіб, процентна ставка на міжбанківському кредитному ринку [94]; номінальна процентна ставка за кредитами [121] тощо.

З використанням щомісячних офіційних даних НБУ [175] у періоді з 2003 по 2013 рік нами було проведено аналіз кореляції між грошовими агрегатами та 14 варіантами середньоквартальних процентних ставок, серед яких процентні ставки за новими кредитами, депозитами резидентам та окремо фізичним особам в національній та іноземній валюті, середньозважена ставка за всіма

інструментами НБУ, середньозважена ставка на міжбанківському кредитному ринку України. У таблиці 2.11 наведено лише ті варіанти процентних ставок, які проявили статистично значимий (на рівні 0,05) зв'язок із грошовою масою та окремо середньозважена ставка за всіма інструментами НБУ.

Таблиця 2.11 – Матриця парних кореляцій Пірсона між грошовими агрегатами та процентними ставками в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Процентні ставки							
	за новими кредитами резидентам в іноз. валюті	за новими кредитами домашнім госп-вам	за новими кредитами домашнім госп-вам в нац. валюті	за новими кредитами домашнім госп-вам в іноз. валюті	за новими депозитами резидентів	за новими депозитами резидентів в нац. валюті	середньозважена за всіма інстр-ми НБУ	
M0	-0,77	0,70	0,61	-0,38	0,52	0,57	-0,04	
M1	-0,78	0,69	0,59	-0,47	0,44	0,48	-0,12	
M2	-0,77	0,67	0,58	-0,46	0,47	0,52	-0,13	
M3	-0,77	0,67	0,58	-0,46	0,46	0,51	-0,13	
<i>Середнє</i>	-0,77	0,68	0,59	-0,44	0,47	0,52	-0,10	

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Отже, динаміка тільки 6 з 14 варіантів процентних ставок тісно пов'язана зі змінами грошових агрегатів. У цілому, більш щільний зв'язок характерний для ставок за кредитами, що, ймовірно, пояснюється кредитною природою сучасних грошей. Так, найбільші коефіцієнти кореляції характерні для процентних ставок за новими кредитами резидентам в іноземній валюті та за новими кредитами домашнім господарствам: у середньому вони складають -0,77 та 0,68 відповідно. Відмітимо, що зв'язок між грошовими агрегатами та ставками за операціями в гривні є прямим, тоді як зворотній вектор зв'язку характерний для депозитних і кредитних операцій з іноземною валютою.

Як видно з таблиці 2.11, середньозважена процентна ставка за інструментами НБУ не мала статистично значимого впливу на грошові агрегати (середнє значення коефіцієнту кореляції на рівні -0,10), що підтверджує слабку функціональність процентного каналу монетарної трансмісії в Україні.

Як показники, що представляють *дохідність операції з валютою*, найчастіше використовуються такі: середня величина валютного курсу в минулому та поточному періодах, середній темп знецінення національної валюти; валютний курс за форвардними угодами, поточні значення валютного курсу тощо.

Ю. Вимятніна [176], досліджуючи механізм грошової трансмісії у Росії у період з липня 1995 року по вересень 2004 року, виявила, що ослаблення обмінного курсу рубля до долара США знижувало попит на гроші. Однак зазначається, що дана залежність є достатньо нестабільною у періоди економічних криз (1998 та 2002 – 2004 рр.).

Однак аналіз середньо кварталних офіційних даних НБУ [177] у періоді з 2003 по 2013 рік засвідчив, що залежність між попитом на гроші та середньозваженим курсом гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку України є прямою. Так, статистично значимі на рівні 0,05 коефіцієнти кореляції Пірсона для грошових агрегатів M0, M1, M2 та M3 склали відповідно 0,77, 0,73, 0,71 та 0,70.

За результатами дослідження праць вітчизняних та іноземних науковців встановлено, що як вимірник *рівня багатства економічних агентів* найчастіше використовуються показники реальних наявних доходів населення та реального обсягу споживання.

У рамках даного дослідження з використанням офіційних даних Держкомстату [173] та НБУ [160] проаналізовано кореляцію між грошовими агрегатами та такими вимірниками рівня багатства економічних агентів, як реальний наявний доход, реальний наявний доход у розрахунку на одну особу, реальна середня заробітна плата, реальні витрати населення на придбання товарів та послуг у період з 2003 по 2013 рік. Результати розрахунків, що наведені у таблиці 2.12, свідчать про наявність сильного прямого статистично значимого зв'язку між зазначеними показниками та реальною грошовою масою.

Таблиця 2.12 – Матриця парних кореляцій Пірсона між грошовими агрегатами та показниками рівня багатства економічних агентів в Україні у 2003 – 2013 рр.

Реальні грошові агрегати	Вимірники рівня багатства економічних агентів			
	Реальний наявний дохід	Реальний наявний дохід у розрахунку на одну особу	Реальна середня заробітна плата	Реальні витрати населення на придбання товарів та послуг
M0	0,92	0,95	0,96	0,94
M1	0,94	0,96	0,98	0,96
M2	0,94	0,96	0,99	0,97
M3	0,95	0,96	0,99	0,97
Середнє	0,94	0,96	0,98	0,96

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Найбільше значення кореляційного співвідношення Пірсона (0,98) було характерне для показника реальної середньої заробітної плати.

Як зазначалося у підрозділі 1.3, до найважливіших чинників, які визначають швидкість обігу грошей, а відповідно і попит на них, належать також *технологічні інновації у платіжній сфері*.

У роботі [178] робиться висновок про те, що все більш широке поширення нових платіжних засобів обмежує здатність центральних банків контролювати грошову пропозицію; знижує доходи від сеньйоражу; знижує попит на банківські депозити як засіб платежу і, як наслідок, зменшує резерви банків; знижує можливості монетарного контролю з боку міжнародних організацій, впливає на грошовий мультиплікатор.

Як проксі для платіжних інновацій при побудові моделей попиту на гроші дослідниками використовуються такі показники як кількість емітованих банківських карт, обсяг операцій з отримання готівкових грошових коштів з використанням банківських карт, обсяг операцій з оплати товарів (робіт, послуг), здійснених з використанням банківських карт, кількість банкоматів, а також фіктивні змінні, що враховують час поширення інновацій.

Численні емпіричні дослідження виявили, що використання заміників готівки у трансакціях для купівлі благ і послуг, як правило, прискорює швидкість обігу грошей, а відповідно – зменшує попит на реальну кількість

грошей. Однак результати розрахунків, наведені у таблиці 2.13, свідчать що в Україні процеси активізації використання банківських пластикових карток, зростання кількості банкоматів та платіжних терміналів, збільшення банківського кредитування на умовах овердрафту призводять до зростання попиту на гроші. Можна припустити, що позитивний ефект у вигляді зростання обсягу трансакцій від поширення інновацій у платіжній сфері у цілому значно перевищує наслідки прискорення швидкості обігу грошей в Україні.

Таблиця 2.13 – Матриця парних кореляцій Пірсона між грошовими агрегатами та показниками платіжних інновацій в Україні у 2003 – 2013 рр.

Грошові агрегати	Показники платіжних інновацій						
	реальні обсяги овердрафту	кількість активних платіжних карток	кількість банкоматів	кількість платіжних терміналів	реальний обсяг операцій з використанням пластикових карток		
					усього	з отримання готівки	безготівкових платежів
M0	0,44	0,82	0,86	0,85	0,94	0,96	0,73
M1	0,49	0,83	0,83	0,83	0,96	0,98	0,77
M2	0,51	0,83	0,81	0,84	0,98	0,99	0,80
M3	0,52	0,84	0,81	0,84	0,98	0,99	0,80
<i>Середнє</i>	<i>0,49</i>	<i>0,83</i>	<i>0,83</i>	<i>0,84</i>	<i>0,96</i>	<i>0,98</i>	<i>0,78</i>
Лаг, квартали	0	0	4	4	2	0	4
<i>Середнє з лагом</i>	<i>0,49</i>	<i>0,83</i>	<i>0,93</i>	<i>0,94</i>	<i>0,97</i>	<i>0,98</i>	<i>0,81</i>

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Враховуючи природу впливу платіжних інновацій на реальний обсяг грошової маси в обігу, було висунуто гіпотезу про наявність лагів у проявах залежності між даними показниками. Як видно з додатку Ж та таблиці 2.13, дана гіпотеза підтвердилася для 4 з 7 показників. Так, наприклад, ефект у вигляді зростання реальної грошової маси внаслідок зростання кількості банкоматів та платіжних терміналів повною мірою проявляється через 3-4 квартали. Аналогічний лаг дії має збільшення реальних обсягів безготівкових платежів з використанням банківських пластикових карток.

Найбільш тісний зв'язок з грошовими агрегатами (середнє значення показника кореляції на рівні 0,98) спостерігається у показника реального обсягу операцій з готівкою з використанням пластикових карток.

Таким чином нами було проаналізовано характер та щільність зв'язку реальних грошових агрегатів з 49 показниками, які виступають вимірниками таких факторів попиту на гроші, як зміни в економічній активності, рівень цін, віддача від інвестицій у негрошові активи, рівень багатства економічних агентів та платіжні інновації в Україні у 2003 – 2013 роки (додаток II). У таблиці 2.14 узагальнено систему вимірників, які найкращим чином апроксимують вплив зазначених факторів на попит на гроші у сучасних реаліях функціонування економіки України.

Таблиця 2.14 – Матриця парних кореляцій Пірсона між грошовими агрегатами та оптимальними вимірниками факторів попиту на гроші в Україні

Фактор попиту на гроші	Кількість проксі, що дослід-ся	Найкращий проксі	Коефіцієнт кореляції Пірсона з грошовими агрегатами				
			M0	M1	M2	M3	Середнє
Зміни в економічній активності	28	Уточнений показник реальної економічної активності (REAF _a)	0,92	0,94	0,95	0,96	0,94
Рівень цін	2	Базовий індекс споживчих цін до грудня 2002 року (CPI _B)	0,94	0,93	0,91	0,91	0,92
Віддача від інвестицій у негрошові активи	6	Ставка за новими кредитами резидентам в іноземній валюті (LR _{FC})	-0,77	-0,78	-0,77	-0,77	-0,77
	2	Середньозважений курс USD/UAN на міжбанківському валютному ринку України (CR _{USD/UAN})	0,77	0,73	0,71	0,70	0,73
Рівень багатства	4	Реальна середня заробітна плата (RAW)	0,96	0,98	0,99	0,99	0,98
Платіжні інновації	7	Реальний обсяг операцій з отримання готівки з використанням пластикових карток (RVCT _{CC})	0,96	0,98	0,99	0,99	0,98

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Як видно з Додатку К, у цілому спостерігається наявність тісного лінійного зв'язку між більшістю вимірників факторів попиту на гроші, що досліджуються. Така тенденція, на нашу думку, свідчить про значний ступінь

ендогенності грошової маси в Україні та про циклічність монетарної політики. Однак зауважимо, що внаслідок прояву ефекту мультиколінеарності це може призвести до нестійкості оцінок параметрів у разі використання даного комплексу показників при специфікації функції попиту на гроші в Україні в явному вигляді.

З метою тестування гіпотези про наявність прихованих факторів більш високого порядку, які корелюють з виділеними вимірниками та узагальнюють їх вплив, було проведено аналіз головних компонент за допомогою статистичного пакета Statistica. Як видно з таблиці 2.15, частка дисперсії, що пояснюється першим та другим факторами складає відповідно 85,44 та 10,17 %. Отже інші фактори містять не більше 4,4% загальної дисперсії.

Таблиця 2.15 – Факторні навантаження вимірників факторів попиту на гроші в Україні у 2003 – 2013 рр.

Вимірники	Компоненти							
	1		2		3	4	5	6
	Початкові	Варімакс	Початкові	Варімакс				
REAF _a	-0,91	0,94	0,40	0,29	0,02	0,14	-0,02	0,02
CPI _B	-0,97	0,63	-0,15	0,75	-0,14	-0,06	-0,13	0,01
LR _{FC}	0,89	-0,51	0,26	-0,78	-0,37	0,01	0,00	-0,01
CR _{USD/UAH}	-0,84	0,30	-0,51	0,93	-0,16	0,08	0,06	-0,01
RAW	-0,96	0,89	0,25	0,44	-0,01	-0,03	0,02	-0,08
RVCT _{CC}	-0,97	0,94	0,20	0,29	-0,07	-0,10	0,08	0,05
Власне значення фактору	5,13	3,19	0,61	2,54	0,18	0,04	0,03	0,01
Відсоток загальної дисперсії, %	85,44	53,23	10,17	42,37	3,08	0,70	0,46	0,16
Кумулятивний відсоток загальної дисперсії, %	85,44	53,23	95,60	95,60	98,68	99,38	99,84	100,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено навантаження більші 0,7 (сильний зв'язок).

Застосування критерію Кайзера для відбору головних компонент (відповідно до якого відсіюються всі фактори з власними значеннями меншими за одиницю), свідчить про наявність єдиного домінуючого фактору. Однак, як видно з рисунку 2.16, альтернативний критерій, на нашу думку, дозволяє розглядати рішення з двома головними компонентами.

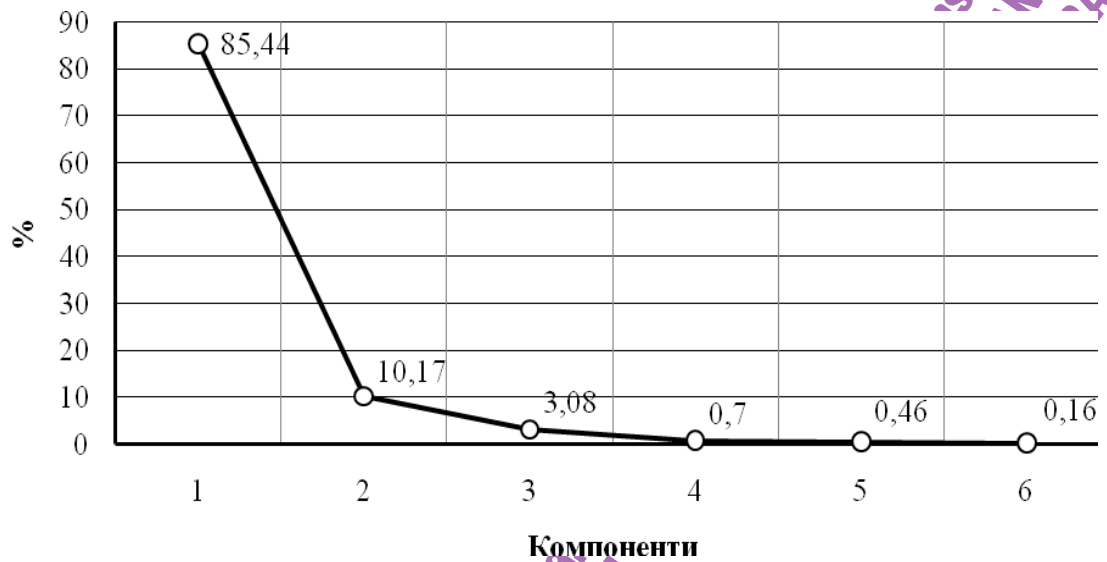


Рисунок 2.16 – Відсоток поясненої дисперсії

З метою пошуку найпростішої для інтерпретації факторної структури було здійснено обертання факторного рішення з двох головних компонент за методом варімакс. У таблиці 2.15 наведені суттєві навантаження на першу компоненту з боку таких змінних, як уточнений показник реальної економічної активності, реальна середня заробітна плата та реальний обсяг операцій з отримання готівки з використанням пластикових карток. Друга компонента має сильний зв'язок з трьома іншими вимірниками факторів попиту на гроші.

На нашу думку, виділені головні компоненти можна інтерпретувати як мотиви попиту на гроші. Так, вимірники, що мають суттєве навантаження на першу компоненту, у цілому характеризують динаміку обсягів трансакцій в економіці України. Такі вимірники, як ставка за новими кредитами резидентам в іноземній валюті, середньозважений курс USD/UAH на міжбанківському валютному ринку України та базовий індекс споживчих цін можна об'єднати спекулятивним мотивом попиту на гроші та мотивом обачності.

Відзначимо, що фактор споживчих цін, окрім сильного навантаження на другу компоненту (0,75), має середній вплив (0,63) і на першу компоненту, яка апроксимує трансакційний мотив. Це пояснюється тим, що з одного боку, рівень інфляції може відображати віддачу від інвестицій у товари тривалого

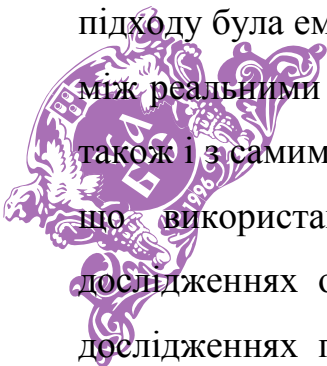
використання (спекулятивний мотив). Однак, з іншого боку, у відповідь на зростання цін для здійснення щоденних трансакцій домогосподарства та фірми вимушені збільшувати свої номінальні грошові запаси (трансакційний мотив).

У цілому, трансакційний мотив більшою мірою обумовлює попит на гроші в Україні, ніж інші мотиви, оскільки пояснює 53,23 % дисперсії.

Отже, за результатами проведеного дослідження отримано наступні ключові результати. По-перше, розроблено систему показників, які у сучасних реаліях функціонування економіки України найкращим чином апроксимують вплив таких детермінантів попиту на гроші, як зміни в економічній активності, рівень цін, віддача від інвестицій у негрошові активи, рівень багатства економічних агентів та платіжні інновації. Отримана система показників може бути взята за основу у подальшому при специфікації функції попиту на гроші в Україні в явному вигляді.

По-друге, за результатами аналізу головних компонент у межах запропонованої системи показників виділено два прихованих домінантні фактори, які у сукупності пояснюють 95,60 % загальної дисперсії. Виявлені домінантні фактори інтерпретовано як мотиви попиту на гроші. Визначено, що трансакційний мотив більшою мірою обумовлює попит на гроші в Україні, ніж інші мотиви, оскільки пояснює 53,23 % дисперсії.

По-третє, запропоновано підхід до розрахунку показника реального загального обсягу трансакцій (RTVT). Обґрунтованість запропонованого підходу була емпірично підтверджена наявністю статистично значимого зв'язку між реальними грошовими агрегатами та складовими зазначеного показника, а також і з самим показником RTVT в Україні у 2003 – 2013 роках. 5. Визначено, що використання показника RTVT наразі може бути актуальним у дослідженнях оптимальності рівня монетизації економіки України. Однак у дослідженнях попиту на гроші застосування даного показника, урахувавши трудомісткість його розрахунку, набуде обґрунтованості лише в умовах поступового розвитку фондового ринку, активізації участі фізичних осіб на ньому, згорання тіньового сектору в Україні та удосконалення методології



оцінки його обсягів. За результатами удосконалення підходу до розрахунку показника RTVT, синтезовано уточнений показник економічної активності REAF_a.

Висновки до розділу 2

1. Обґрунтовано авторське трактування змісту поняття “рівновага грошово-кредитного ринку”, як стану (з точки зору динаміки – траєкторії розвитку), в якому, на основі збалансування попиту та пропозиції грошей, забезпечується дотримання ключових монетарних пропорцій та досягаються цілі монетарної політики НБУ при одночасному формуванні монетарних імпульсів необхідних для підтримки сталого економічного зростання.

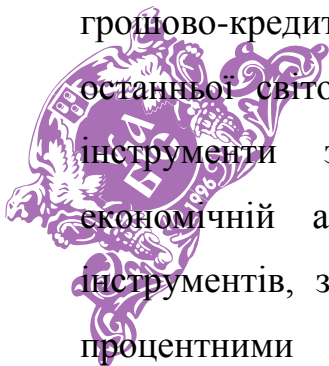
2. Розроблено теоретичну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку, яка включає два основні та один проміжний рівні, а також рівень оцінки ефективності. У роботі ґрунтовно розглянуті елементи даної системи у їх взаємозв'язку. Дана модель є концептуальною авторською оцінкою структури системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку України та слугує теоретичною основою для формування емпіричних підходів до формування рівноваги даного ринку.

3. Проведено критичний аналіз наукових концепцій, які визначають передумови формування методологічних засад державного регулювання грошово-кредитного ринку у контексті урівноваження даного ринку. Встановлено, що роботи науковців, у яких обґрунтовується необхідність абсолютної мінімізації або максимального посилення державного регулювання не відповідають сучасним теоретичним концепціям здійснення банківської діяльності та практиці регулювання діяльності банківських установ у поточних умовах глобалізації фінансових ринків та посилення волатильності їх параметрів. Як наслідок, при розробці системи формування рівноваги грошово-

кредитного ринку необхідно виходити з концепції гнучкого державного регулювання, основним постулатом якої є посилення або послаблення державного впливу на грошовий ринок залежно від: фази економічного циклу, кон'юнктури світових фінансових ринків, цілей монетарної політики, ефективності інструментарію монетарних органів влади.

4. Проаналізовано ефективність державного регулювання грошово-кредитного ринку України шляхом вивчення відповідних складових індексу економічної свободи, що розраховується інститутом Фрезера. Зроблено висновок, що поточна модель регулювання грошово-кредитного ринку, в аспекті рівня економічної свободи, є достатньо конкурентоспроможною і не створює загроз для формування монетарних складових рівноваги. Однак, в аспекті формування макроекономічних складових рівноваги, необхідно проводити істотне дерегулювання ринку праці та бізнесу. Таким чином, підтверджуються наші висновки щодо доцільності розширення цільової функції НБУ у напрямку включення макроекономічних показників та необхідності покращення координації між монетарною політикою та іншими складовими державної економічної політики. Дані заходи є необхідними для забезпечення передумов формування монетарних імпульсів на грошово-кредитному ринку, спрямованих на підтримку сталого економічного зростання (як характеристики рівноваги даного ринку).

5. Узагальнено світовий досвід застосування нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики провідними центральними банками протягом останньої світової фінансової кризи, а також у посткризовий період. Дані інструменти застосовуються для забезпечення додаткової підтримки економічній активності в умовах зниження ефективності традиційних інструментів, зокрема, досягнення ефективної нижньої межі індикативними процентними ставками центральних банків. Запропоновано розподіляти нетрадиційні інструменти монетарної політики за трьома групами. Першу групу таких інструментів становлять масштабні програми з викупу ринкових фінансових активів для надання додаткової ліквідності економіці. Друга група

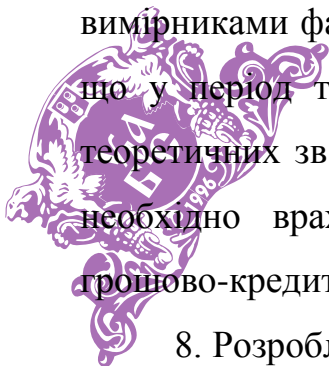


інструментів спрямована на удосконалення прогнозування тенденцій на грошовому ринку та оптимізації розкриття даної інформації для зовнішніх користувачів. До третьої групи відносяться програми призначені для зміцнення кредитування приватного сектору. Зроблено висновок щодо доцільності застосування в Україні, для формування рівноважного стану національного грошово-кредитного ринку, останніх двох груп інструментів.

6. Проведено аналіз поточних тенденцій, що істотно впливають на рівень урівноваженості грошово-кредитного ринку України. Даний аналіз проводився за трьома напрямками: дослідження ключових показників даного ринку в аспекті реалізації грошово-кредитної політики НБУ; аналіз ролі грошово-кредитного ринку у забезпеченні макроекономічних балансів; оцінка ефективності та стійкості банків другого рівня, як основних суб'єктів ринку. За результатами даного дослідження визначено позитивні та негативні тенденції розвитку грошово-кредитного ринку України. Зроблено висновок, що не усі проблеми пов'язані із забезпеченням рівноваги даного ринку можна вирішити монетарними методами, які застосовує центральний банк. Вирішення більшості зазначених проблем можливе лише при здійсненні комплексних заходів у межах державної економічної політики. Дана теза набирає особливої актуальності в умовах політико-економічної кризи, яка спостерігається в Україні з кінця 2013 року.

7. Характер та щільність зв'язку реальних грошових агрегатів з вимірниками факторів попиту на гроші в Україні у 2003 – 2013 роках свідчать, що у період трансформації вітчизняної економіки відбувається деформація теоретичних зв'язків, притаманним розвиненим країнам. Дану трансформацію необхідно враховувати при розробці стратегії і тактики урівноваження грошово-кредитного ринку.

8. Розроблено систему показників, які у сучасних реаліях функціонування економіки України, найкращим чином апроксимують основні детермінанти попиту на гроші. Отримана система показників може бути використана при специфікації функції попиту на гроші в Україні в явному вигляді. За



результатами аналізу головних компонент, у межах запропонованої системи показників, виділено два прихованих домінантні фактори, які у сукупності пояснюють 95,60 % загальної дисперсії. Визначено, що транзакційний мотив більшою мірою обумовлює попит на гроші в Україні, ніж інші мотиви, оскільки пояснює 53,23 % дисперсії.

9. Запропоновано підхід до розрахунку показника реального загального обсягу транзакцій (RTVT). Обґрунтованість запропонованого підходу емпірично підтверджена наявністю статистично значимого зв'язку між реальними грошовими агрегатами та складовими зазначеного показника, а також і з самим показником RTVT в Україні у 2003 – 2013 роках. За результатами удосконалення підходу до розрахунку показника RTVT, синтезовано уточнений показник економічної активності REAF_a, який, на сучасному етапі розвитку економіки України, за результатами більшості статистичних тестів, домінує за якістю над традиційними показниками економічної активності та показником реального загального обсягу транзакцій.

Основні положення другого розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [179, 180, 181, 182].



РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ФОРМУВАННЯ РІВНОВАГИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

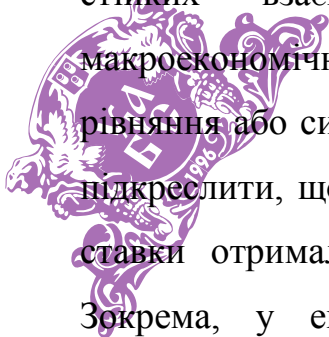
3.1 Методичні підходи до удосконалення монетарної політики НБУ на основі впровадження монетарного правила для процентної ставки

У підрозділі 2.1 дисертаційного дослідження нами запропоновано структурно-логічну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку та детально розглянуто основні її елементи. Другий рівень даної системи (враховуючи обґрунтовану у першому розділі дисертації роль центрального банку як ключової інтегруючої та регулюючої сили грошово-кредитного ринку) представлений чотирма блоками, що визначають порядок формування та реалізації грошово-кредитної політики: 1) цільова функція центрального банку; 2) набір інструментів, що використовуються центральним банком для досягнення визначених цілей; 3) комунікаційна політика центрального банку. Четвертим блоком є стратегія застосування інструментів монетарної політики, яка являє собою набір принципів або правил, відповідно до яких будуть застосовуватись інструменти монетарної політики. У попередніх підрозділах дисертації ми зазначали, що прикладом такої стратегії, при визначенні у якості ключового орієнтиру політики центрального банку цільових рівнів інфляції (впровадження режиму інфляційного таргетування), можуть слугувати монетарні правила для процентної ставки. Меморандумом про економічну та фінансову політику (далі Меморандум МВФ), який був підписаний між Україною та Міжнародним валютним фондом у квітні 2014 року визначається зобов'язання України перейти до режиму інфляційного таргетування протягом 12 місяців з дня підписання даного документу [190]. Також у меморандумі вказується, що Національний банк зобов'язується здійснити заходи необхідні для підвищення ефективності своєї процентної політики. Таким чином,

проблема розробки монетарного правила для процентної ставки набирає особливої актуальності та отримує безпосереднє практичне значення.

Потрібно зазначити, що вітчизняні науковці вже розробляли наукові підходи до формування монетарного правила для економіки України, однак, дане правило розроблялось для грошових агрегатів [191]. Недоцільність розробок у попередні роки монетарного правила для процентної ставки обумовлювалась відсутністю повноцінних реформ, спрямованих на впровадження інфляційного таргетування в Україні, які повинні передбачати: лібералізацію курсоутворення на валютному ринку; підвищення прозорості, незалежності та наукової обґрунтованості монетарної політики; наявність політичної волі до реформування інструментарію монетарної політики та стратегії його застосування. Протягом першої половини 2014 року були здійснені суттєві практичні кроки щодо оптимізації монетарної політики НБУ, зокрема, проведено лібералізацію підходів до формування валютного курсу та на найвищому рівні політичного керівництва прийнято зобов'язання перед МВФ щодо впровадження режиму інфляційного таргетування.

Уперше монетарне правило для процентної ставки було обґрунтовано Джоном Тейлором понад 20 років тому [183]. У своєму дослідженні він, на основі емпіричних даних по економіці США, обґрунтовував доцільність переходу від дискреційного монетарного регулювання до застосування інструментів монетарної політики на основі врахування визначених ним стійких взаємозв'язків між параметрами грошового ринку та макроекономічними показниками. Дані зв'язки, формалізовані у вигляді рівняння або системи рівнянь, отримали назву монетарного правила. Потрібно підкреслити, що протягом двох десятиліть монетарне правило для процентної ставки отримало широке визнання у середовищі науковців та практиків. Зокрема, у експліцитній та/або імпліцитній формі монетарні правила застосовуються більшістю центральних банків, політика яких ґрунтується на режимі інфляційного таргетування. Ключові елементи монетарного правила залишаються практично не змінними, однак порядок їх математичного



врахування та перелік додаткових елементів можуть істотно варіюватись. Не зважаючи, що науковцями запропоновано цілий ряд монетарних правил для процентної ставки [192 – 195], більшість із них є модифікаціями правила Тейлора. Таким чином, взаємозв'язки, які покладені в основу даного правила, були підтверджені емпірично у багатьох країнах світу протягом досить тривалого періоду часу. Враховуючи зазначене вище, вважаємо за доцільне розробляти методичні підходи до формування монетарного правила для економіки України виходячи із форми монетарного правила Тейлора.

Як зазначалось вище, ефективність монетарних правил підтверджується істотним досвідом їх практичного застосування. Однак, результати останньої світової фінансової кризи 2008-2009 років спричинили певну дискусію у наукових колах щодо доцільності застосування правил в умовах розвитку фінансових криз. Наприклад, у своїй роботі науковці Великобританії зазначають, що монетарна політика даної країни протягом 1992 – 2007 років могла бути описана із використанням правила Тейлора, однак це правило не працювало протягом фінансової кризи 2008-2009 років [196]. У відповідь на подібну критику Джон Тейлор опублікував ряд робіт [197 – 200], у яких доводив доцільність застосування розробленого ним правила, однак пропонував коригувати класичні показники, що входять до його складу, на процентний спред. На його думку, даний показник повинен стати відображенням рівня розбалансованості грошового ринку та дозволить відобразити вплив фінансових криз на параметри монетарного правила.

Ідея коригування класичного правила Тейлора на процентний спред була підтримана цілим рядом науковців, а отримані таким чином модифікації правила почали називати “спред-скориговані правила Тейлора” (Spread-Adjusted Taylor rules) [189; 196; 201]. У публікації представника Федерального резервного банку Нью-Йорка Васко Курдії (Vasco Curdia) та професора Колумбійського університету Міхаеля Вудфорда (Michael Woodford) [189] наведено форму скоригованого на спред монетарного правила Тейлора (формула 3.1):

$$i_t = r_t^n + \phi_\pi \pi_t + \phi_y (Y_t - Y_t^n) - \phi_\omega \omega_t \quad (3.1)$$

де, i_t – основна короткострокова процентна ставка центрального банку;

r_t^n – рівноважна реальна процентна ставка;

π_t – рівень інфляції;

Y_t – фактична динаміка реального ВВП;

Y_t^n – рівноважна динаміка реального ВВП;

ω_t – процентний спред;

$\phi_\pi, \phi_y, \phi_\omega$ – коефіцієнти.

Приймаючи за основу дану формулу розробимо методичні підходи до формування процентного правила монетарної політики для економіки України на основі квартальних даних за останні десять років. Для розрахунку реальної процентної ставки ми пропонуємо взяти за основу усереднену для кожного кварталу облікову ставку НБУ, як ключовий орієнтир процентної політики Національного банку, та скоригувати її на рівень інфляції. Вибір облікової ставки у якості орієнтиру процентної політики НБУ обумовлюється кількома чинниками. По-перше, відповідно до статті 1 Закону України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 року, облікова ставка НБУ – це один із монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк України встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів. Крім того, у постанові НБУ №389 від 18.08.2004 року [53] зазначається, що облікова ставка Національного банку є основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, що відбуваються в макроекономічній сфері та на грошово-кредитному ринку. Таким чином, формально облікова ставка використовується як ключовий орієнтир вартості коштів на грошовому ринку України.

По-друге, не існує альтернативних релевантних показників, які б могли розглядатись як рівноважні цінові орієнтири для вітчизняного грошового ринку. Можливі альтернативні показники (ставки міжбанківського ринку, ставки за кредитами та депозитами клієнтів комерційних банків, ставки за державними облігаціями) характеризують лише окремі сегменти грошового

ринку, а не загальні тенденції щодо вартості грошових ресурсів у економіці. Крім того, зазначені альтернативні ставки не перебувають під контролем НБУ. З іншого боку, відповідно до статті 27 Закону України “Про Національний банк України” НБУ встановлює порядок визначення облікової ставки та інших процентних ставок за своїми операціями. Порядок визначення облікової ставки НБУ деталізується розділом 3 положення “Про процентну політику Національного банку України” [53]. У даному документі зазначається, що облікова ставка використовується Національним банком одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та як орієнтир ціни на гроші. Також вказується, що динаміка даної ставки насамперед залежить від тенденцій загального економічного розвитку, макроекономічних та бюджетних процесів, а також стану грошово-кредитного ринку.

Відповідно до взятої за основу моделі (формула 3.1) використовується рівноважна процентна ставка. У більшості досліджень визначення рівноважних показників, що використовуються у монетарних правилах, відбувається шляхом згладжування фактичної динаміки даних показників за допомогою фільтру Ходріка-Прескота. Для згладжування динаміки облікової ставки (а також динаміки реального ВВП) нами застосовувалась модифікація даного фільтру розроблена Нyeongwoo Kim [202], яка передбачає використання елементів матричного аналізу. Зазначена модифікація також використовувалась у дослідженнях працівників Світового банку [203]. Необхідно зазначити, що виокремлення рівноважної траєкторії облікової ставки частково нівелює фактичну інерційність її застосування Національним банком (протягом періоду дослідження іноді спостерігалась ситуація, коли дана ставка залишалась незмінною протягом багатьох кварталів).

На рисунку 3.1 наведено фактичну та згладжену квартальну динаміку облікової ставки НБУ. Крім того, на рисунку відображено динаміку середньозваженої ставки за усіма інструментами рефінансування, що застосовувались Національним банком у кожному із досліджуваних періодів. Як видно з даного рисунку, облікова ставка у кожному із досліджуваних

періодів була нижчою ніж середні ставки рефінансування. Крім того, вона залишалась сталою протягом тривалого періоду часу. Траєкторія згладженої облікової ставки демонструє загальну логіку застосування процентних важелів монетарної політики протягом останніх десяти років. За результатами аналізу даної траєкторії, можна зазначити, що індикативна ставка процентної політики переважно здійснювала проциклічний вплив на грошовий ринок, а процентні важелі не були ключовими інструментами регулювання динаміки грошової маси. Дану функцію переважно виконували операції НБУ на валютному ринку (валютні інтервенції) та адміністративні важелі впливу на кон'юнктуру грошового ринку.

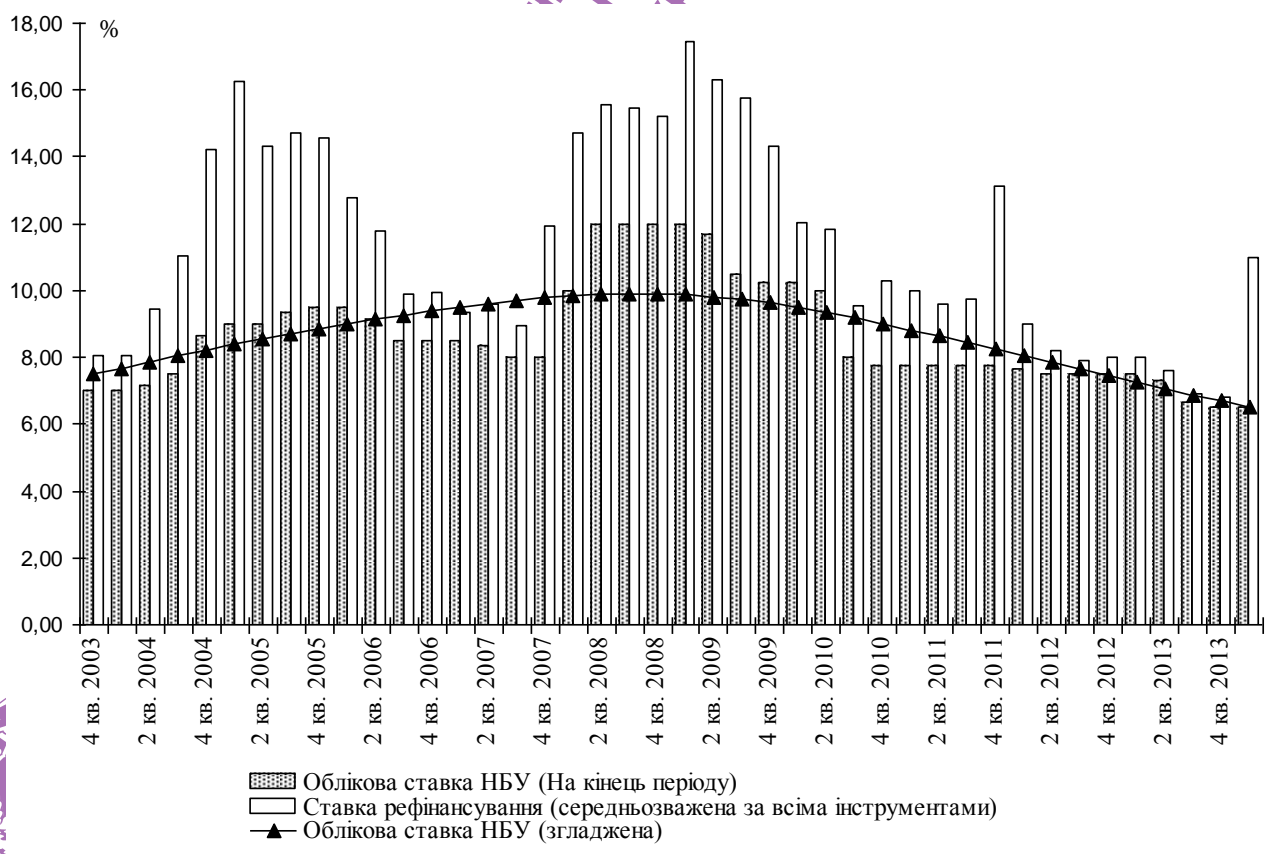


Рисунок 3.1 –Динаміка ставок НБУ протягом 2003 – 2014 років

Необхідно зазначити, що ми підтримуємо думку багатьох вітчизняних дослідників щодо недостатньої дієвості процентного каналу монетарної політики в Україні та, як наслідок, недостатню ефективність застосування

облікової ставки як орієнтиру процентної політики. Однак, з огляду на відсутність інших релевантних процентних індикаторів політики НБУ, а також враховуючи визначені меморандумом з МВФ зобов'язання України щодо підвищення дієвості процентної політики, ми вважаємо за доцільне використовувати дану ставку при розробці правила монетарної політики.

Наступним показником, що використовується у формулі 3.1 є рівень інфляції (π_t). Оскільки законом “Про Національний банк України” встановлено, що основною ціллю діяльності НБУ є підтримання у середньостроковій перспективі стабільних темпів споживчої інфляції, у якості показника інфляції ми використовували індекс споживчих цін. Потрібно підкреслити, що правило монетарної політики формується для квартальних даних, тому для розрахунків брались квартальні індекси споживчих цін, розраховані до відповідного кварталу попереднього року.

Наступна складова монетарного правила – це “розрив ВВП” (output gap), який розраховується як різниця між фактичною динамікою реального ВВП (y_t) та рівноважною динамікою даного показника (y_t^n), яка характеризує рівноважний рівень ВВП (рис. 3.2). На даному рисунку наведено квартальну динаміку реального ВВП України за останні десять років, а також лінійний та визначений за допомогою фільтру Ходріка-Прескота тренди даного показника. На рисунку також наведено формулу та значимість лінійного тренду, яка свідчить про його недостовірність. Інші способи визначення тренду реального ВВП України за допомогою простих функцій, враховуючи отриману величину достовірності апроксимації, також свідчать про статистичну незначимість отриманих результатів: для логарифмічної функції $R^2=0,247$; для поліноміального тренду 3-го степеня $R^2=0,273$, для степеневі функції $R^2=0,218$, для експоненціального тренду $R^2=0,161$. Таким чином, доцільним є використання більш складних методів визначення тренду та циклічної складової ВВП, зокрема, фільтру Ходріка-Прескота. Зазначимо, що більшість іноземних дослідників [184; 185; 196; 205] використовують саме цей фільтр для оцінки рівноважного ВВП, як складової монетарного правила. Крім того,

можливості оцінки рівноважної динаміки макроекономічних показників України за допомогою фільтру Ходріка-Прескота позитивно оцінювались вітчизняними дослідниками [206]. Зокрема, вони вказують на доцільність застосування даного фільтру для рядів даних починаючи із 1 кварталу 2001 року, коли була подолана системна економічна криза 90-х років, яка супроводжувалась істотним розбалансуванням макроекономічних параметрів.

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

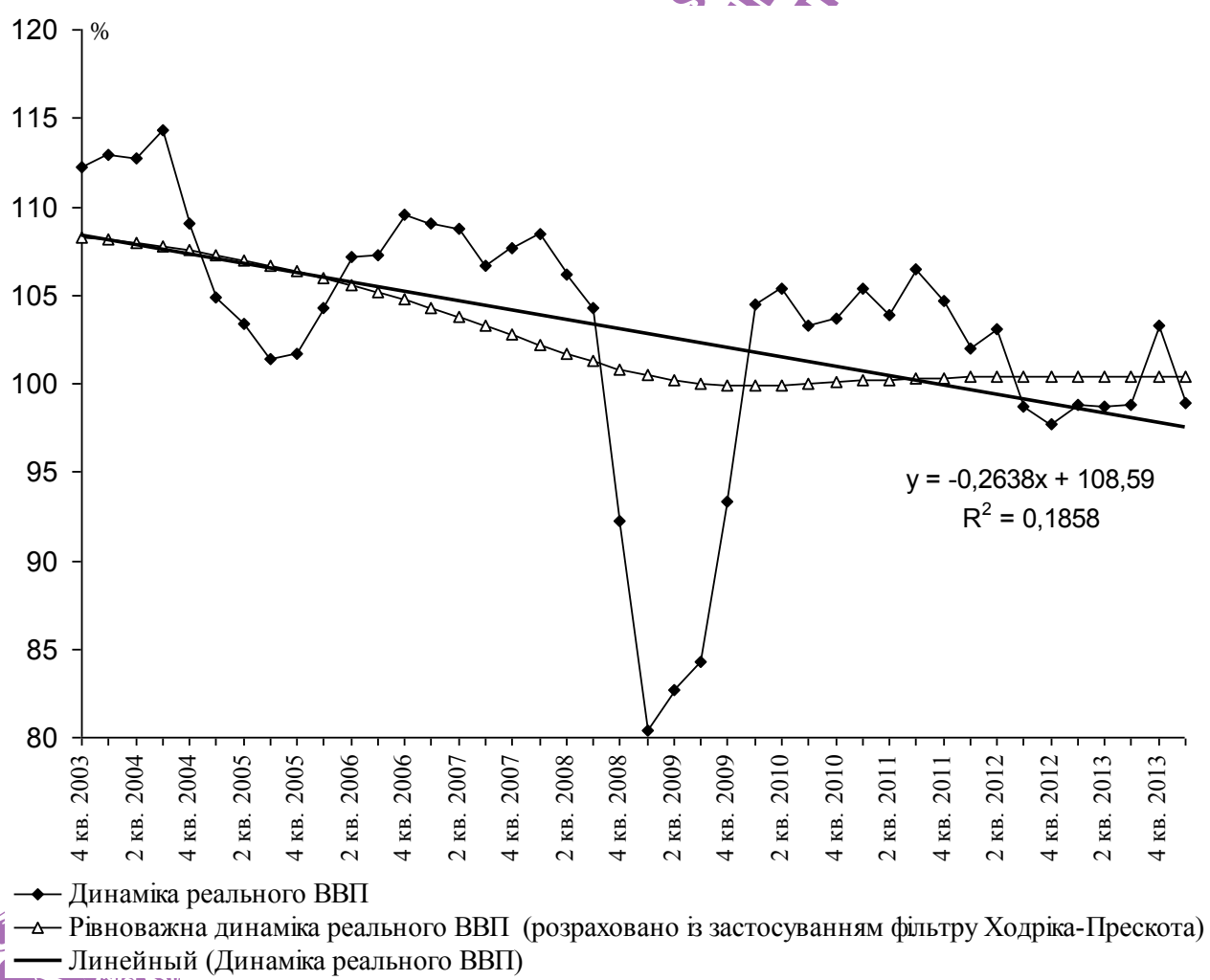


Рисунок 3.2 – Динаміка реального ВВП України протягом 2003 – 2014 років

Останнім елементом формули 3.1 є процентний спред. У економічних дослідження використовують найрізноманітніші показники спредів. З огляду на спрямованість наших розробок, а також враховуючи фактор наявності у публічному доступі необхідних даних за досліджуваній період, ми використовували два показника процентного спреду. Перший показник



ґрунтується на аналізі кон'юнктури оптового сегменту світового фінансового ринку і розраховується як різниця між ставкою за державними облігаціями України та ставкою за казначейськими облігаціями США (далі – спред за державними облігаціями). Для формування ряду даних за цим показником нами використовувалась база даних Світового банку [82]. Для розрахунку усіх інших показників, що використовуються у даній роботі, застосовувались офіційні електронні бази даних Національного банку України [60] та Державної служби статистики [204].

Другий показник характеризує цінову динаміку на роздрібному сегменті грошового ринку та розраховується як різниця між середньозваженими кредитними та депозитними ставками банків України у національній валюті за операціями з клієнтами, крім інших банків (далі – кредитний спред). Динаміка зазначених показників наведена на рисунку 3.3.

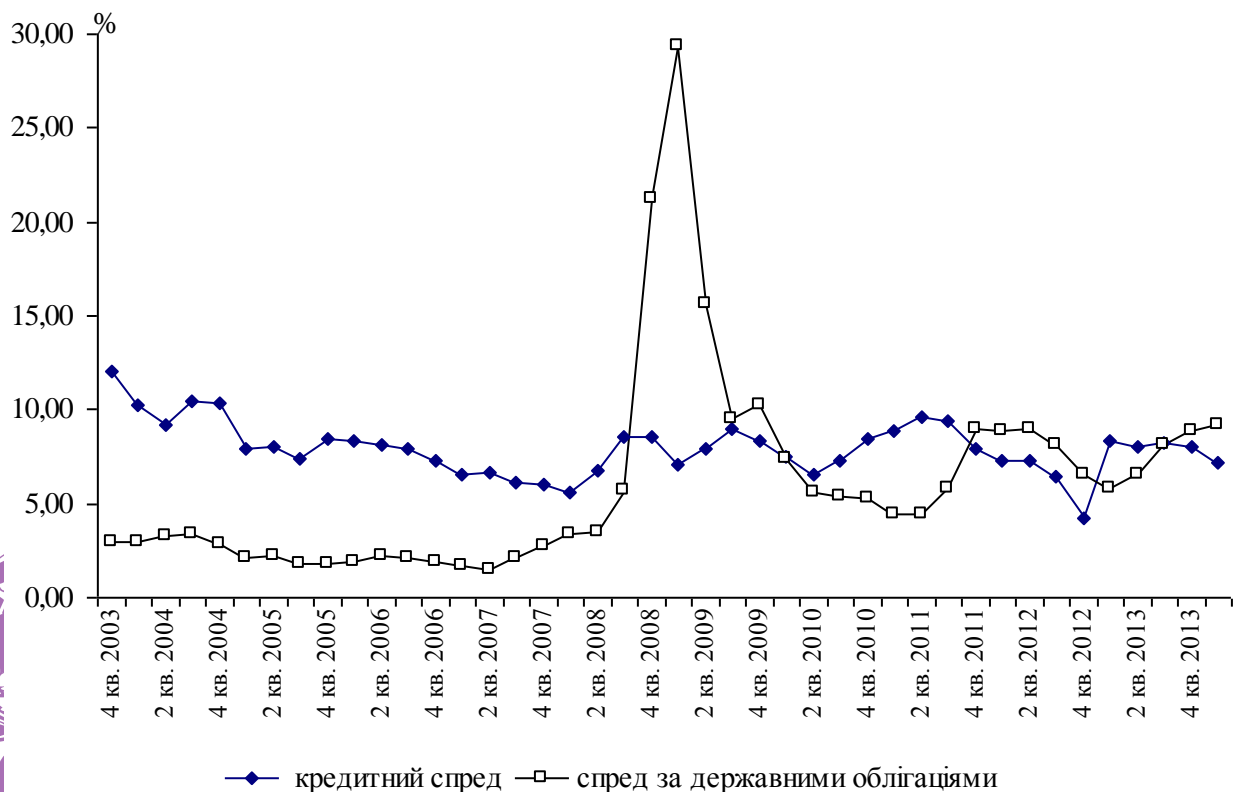


Рисунок 3.3 – Динаміка процентних спредів протягом 2003 – 2014 років

Як видно з даного рисунку, практично відсутня кореляція між зазначеними показниками, хоча економічна логіка їх змін є подібною:

зростання свідчить про збільшення ризиків та про істотний вплив зовнішніх шоків на грошовий ринок. На нашу думку, відмінність у динаміці наведених на рисунку процентних спредів обумовлюється різними чинниками, що її спричиняють. Величина спреду за державними облигаціями переважно визначається оцінкою зовнішніми інвесторами рівня ризикованості фінансування резидентів України та рівнем ліквідності міжнародних фінансових ринків. У даному контексті показовим є різке збільшення значення даного спреду з IV кварталу 2008 року по III квартал 2009 року. Протягом даного періоду, який характеризувався загостренням світової фінансової кризи, значення спреду за державними облигаціями у 2-3 рази перевищувало величину кредитного спреду. З іншого боку, кредитний спред визначається рівнем ліквідності у банківській системі України та поточними політичними і економічними чинниками, що впливають на баланс між ефективністю та ризикованістю використання різноманітних фінансових інструментів у середині країни.

Для оцінки параметрів монетарного правила сформуємо багатофакторну регресійну модель. Вище нами детально охарактеризовані факторні ознаки, які застосовуватимуться нами у даній моделі: x_1 – рівноважна реальна процентна ставка, x_2 – рівень інфляції, x_3 – процентний спред, x_4 – розрив реального ВВП. У якості результативного показника ми пропонуємо використати згладжену динаміку середньозваженої процентної ставки за усіма інструментами рефінансування, що застосовувались Національним банком України протягом відповідного кварталу досліджуваного періоду.

У таблиці 3.1 наведено параметри отриманого нами рівняння багатофакторної регресії, яка побудована із використанням показника кредитного спреду. Як видно з таблиці 3.1, отримана багатофакторна модель у цілому є статично значимою, значимими також є усі коефіцієнти крім коефіцієнту при розриві ВВП. За результатами аналізу значень отриманих коефіцієнтів можна зробити висновок, що найбільш істотний вплив на

процентні ставки за інструментами рефінансування НБУ здійснювала рівноважна реальна облікова ставка та інфляційна динаміка.

Таблиця 3.1 - Статичні характеристика рівняння багатфакторної регресії з використанням показника кредитного спреду

Показники	Значення показників					
<i>Регресійна статистика</i>						
Множинний R	0,971					
R-квадрат	0,942					
Нормований R-квадрат	0,936					
Стандартна помилка	0,422					
Спостереження	42					
<i>Дисперсійний аналіз</i>						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимість F</i>	
Регресія	4	107,493	26,873	150,849	2,28038E-22	
Залишок	37	6,591	0,178			
Всього	41	114,084				
<i>Характеристика параметрів</i>						
	<i>Коефіцієнти</i>	<i>Стандартна помилка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значення</i>	<i>Нижні 95%</i>	<i>Верхні 95%</i>
Y-перетин	-3,320	1,153	-2,878	0,007	-5,657	-3,320
Змінна X 1	1,539	0,127	12,133	1,83831E-14	1,282	1,539
Змінна X 2	1,560	0,112	13,879	3,04318E-16	1,332	1,560
Змінна X 3	0,140	0,049	2,840	0,007	0,040	0,140
Змінна X 4	0,012	0,011	1,106	0,276	-0,010	0,012

Джерело: власні розрахунки

У таблиці 3.2 наведено параметри отриманого нами рівняння багатфакторної регресії, яке побудовано із використанням показника спреду за державними облігаціями. Як слідує з даної таблиці, отримана багатфакторна модель характеризується ще більшою статичною значимістю ніж попередня. Також значимими є усі коефіцієнти, крім коефіцієнту при розриві ВВП. Особливістю даної моделі є зворотній вплив показника спреду (x3) на динаміку результуючого показника, що відповідає теоретичній моделі (формула 3.1) та свідчить про певну антициклічну складову у процентній політиці центрального банку України. За результатами аналізу значень отриманих коефіцієнтів можна

зробити висновок подібний до тих, які сформульовано для попередньої моделі: найбільш істотний прямий вплив на ставки за операціями рефінансування, протягом досліджуваного періоду, здійснювали облікова ставка та інфляція.

Таблиця 3.2 - Статичні характеристика рівняння багатфакторної регресії з використанням показника спреда за державними облигаціями

Показники	Значення показників					
<i>Регресійна статистика</i>						
Множинний R	0,977					
R-квадрат	0,954					
Нормований R-квадрат	0,949					
Стандартна помилка	0,377					
Спостереження	42					
<i>Дисперсійний аналіз</i>						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимість F</i>	
Регресія	4	107,493	26,873	191,363	3,55283E-24	
Залишок	37	6,591	0,178			
Всього	41	114,084				
<i>Характеристика параметрів</i>						
	<i>Коефіцієнти</i>	<i>Стандартна помилка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значення</i>	<i>Нижні 95%</i>	<i>Верхні 95%</i>
Y-перетин	-0,619	0,815	-0,759	0,453	-2,270	1,033
Змінна X 1	1,382	0,107	12,968	2,47121E-15	1,166	1,598
Змінна X 2	1,421	0,094	15,070	2,26118E-17	1,230	1,612
Змінна X 3	-0,066	0,015	-4,413	8,50698E-05	-0,097	-0,036
Змінна X 4	-0,024	0,013	-1,839	0,074	-0,051	0,002

Джерело: власні розрахунки

Використання лідів (відображають очікування економічних агентів) та лагів (відображають інерційність впливу факторних ознак на результативну) на економічно обґрунтованих інтервалах не призводять до покращення статичної значущості наведених вище багатфакторних регресійних моделей (табл. 3.1 та табл. 3.2).

Для отримання моделі із значимими коефіцієнтами виключимо із багатфакторної регресії, яка побудована з використанням показника спреда за

державними облігаціями (табл. 3.2), показник розриву ВВП. Внаслідок даних перетворень отримаємо рівня регресії наведене у формулі 3.2:

$$i_t = 1.37r_t^n + 1.42\pi_t - 0.05\omega_t \quad (3.2)$$

де, i_t – згладжена ставка рефінансування (середньозважена ставка за всіма інструментами);

r_t^n – рівноважна реальна облікова ставка НБУ;

π_t – індекс споживчих цін;

ω_t – процентний спред за державними облігаціями.

У цілому регресійна залежність виражена формулою 3.2 є статично значимою ($\alpha=0,05$; $R^2=0,95$). Значення F-критерію становить 239, а його значимість $1,0542E-24$. Дана модель також характеризується значущістю усіх коефіцієнтів при усіх факторних ознаках. Абсолютні значення даних коефіцієнтів та напрямок їх впливу на результативну ознаку практично збігаються із коефіцієнтами моделі, яка охарактеризована у таблиці 3.2. Отже, можемо зробити висновок, що протягом 2004 – 2013 років найбільш істотний вплив на ставки рефінансування Національного банку України здійснювала динаміка рівноважної облікової ставки та індексу споживчих цін.

Наступним етапом наших досліджень є вирішення завдання формування оціночної траєкторії ключової процентної ставки монетарної політики виходячи із коефіцієнтів, що обґрунтовані дослідниками для монетарних правил. У класичній роботі Джона Тейлора [183], у якій вперше запропоновано монетарне правило для основної процентної ставки центрального банку (формула 3.3), емпіричним шляхом визначались значення коефіцієнтів при показниках інфляції та “розриву ВВП”:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (3.3)$$

де, r – основна ставка ФРС США;

p – річний індекс інфляції;

y – відхилення реального ВВП від рівноважного рівня.

У своїх подальших публікаціях [184] дослідник обґрунтовує необхідність підвищення коефіцієнта при показнику інфляції, отже наведена вище формула повинна трансформуватись та вказувати на доцільність підвищення основної ставки монетарної політики у США в 1,5 раза від будь-якого перевищення інфляцією її цільового рівня, а також необхідність підвищення в 0,5 раза основної ставки ФРС внаслідок зростання позитивного розриву ВВП. Визначені таким чином коефіцієнти є орієнтиром для подальших досліджень правил монетарної політики [189].

Однак, емпіричні дослідження вказують на можливість відхилення фактичних коефіцієнтів від обґрунтованих вище значень для економіки США. Наприклад у статті [187] наведено модель малої відкритої економіки країн, що розвиваються (Південна Африка, Мексика, Індонезія та Таїланд). Одним із рівнянь зазначеної моделі є модифіковане правило Тейлора (формула 3.4):

$$\text{Log}(R_t / R) = \rho_y \log(y_t / y) + \rho_\pi \log(\pi_t / \pi) + \rho_\mu \log(\mu_t / \mu) + \rho_s \log(s_t / s) + \log(v_t) \quad (3.4)$$

де, R_t – основна короткострокова ставка центрального банку;

y_t – реальний ВВП;

π_t – споживча інфляція;

μ_t – динаміка зростання грошової маси;

s_t – реальний обмінний курс.

У даній формулі показники R , y , π , μ , s є рівноважними значеннями змінних y_t , π_t , μ_t , s_t відповідно. У таблиці 3.3 зазначено оцінку коефіцієнтів наведеного вище рівняння за MLE (maximum-likelihood estimation) методом.

Оскільки у формулі 3.1 не використовуються показники динаміки грошової маси та реального курсу, нас цікавлять лише коефіцієнти реального ВВП та інфляції. За результатами аналізу даних коефіцієнтів можна зробити висновок, що коефіцієнти при показниках інфляції коливаються у межах від 1,1 до 0,3 і для кожної із досліджуваних економік перевищують коефіцієнти при реальному ВВП (коливаються у межах від 0 до 0,2). Таким чином, не зважаючи на те, що значення фактичних коефіцієнтів при інфляції та ВВП залежать від специфікації формули монетарного правила та структури досліджуваної економіки, вони не істотно відхиляються від обґрунтованих

Тейлором. Сталим залишається і співвідношення між даними коефіцієнтами: центральні банки значно сильніше повинні реагувати на інфляційні процеси, ніж на відхилення реального ВВП від рівноважного значення.

Таблиця 3.3 – Результати оцінки коефіцієнтів рівняння 3.3

Параметр	Мексика		Південна Африка		Індонезія		Таїланд	
	оцінка	стандарт. помилка	оцінка	стандарт. помилка	оцінка	стандарт. помилка	оцінка	стандарт. помилка
ρ_y	0,2128	0,0694	0,0098	0,0039	0,000	0,0001	0,0143	0,0531
ρ_π	1,0779	0,3685	0,8406	0,1497	0,8098	0,0204	0,3375	0,2535
ρ_p	0,6545	0,1039	0,1803	0,1434	0,1901	0,0237	0,4777	0,1044
ρ_s	0,0000	0,0013	8×10^{-7}	0,0000	0,0862	0,0490	0,0952	0,0548

Джерело: Peters Amos [187]

Даний висновок підтверджується результатами дослідження співробітників центрального банку Канади [188], які декларують застосування у кварталній прогностичній моделі правила монетарної політики для процентної ставки (формула 3.5):

$$i_t = i_t^* + 3.0(\pi_t - \pi_t^*) + 0.5(y_t - y_t^*) \quad (3.5)$$

де, i_t – основна процентна ставка центрального банку;

i_t^* – рівноважне значення ставки;

π_t – фактична базова інфляція;

π_t^* – цільова базова інфляція;

y_t – динаміка реального ВВП;

y_t^* – динаміка рівноважного реального ВВП.

Як слідує із формули 3.5, коефіцієнт, що відображає реакцію центрального банку Канади на інфляційні шоки становить 3,0, а коефіцієнт реакції на шоки загального обсягу виробництва становить 0,5. Також у даній роботі зазначається, що в окремих випадках більш адекватні результати були отримані у моделях, в яких коефіцієнт при розриві ВВП становив 2,0.

Нарешті у сформованих нами багатофакторних регресійних моделях (табл. 3.1 та 3.2) коефіцієнти при показнику інфляції (x_2) та показнику розриву ВВП (x_4) наближались до розглянутих вище теоретичних значень. Зокрема, коефіцієнт при показнику інфляції становив 1,56 та 1,42 відповідно (середнє значення 1,49; що повністю відповідає класичному правилу Тейлора). Таким чином, при моделюванні оптимальної траєкторії ключової процентної ставки використаємо коефіцієнти, обґрунтовані у класичних роботах Тейлора: 1,5 для показника інфляції та 0,5 для показника “розрив ВВП”. Коефіцієнт при рівноважній реальній процентній ставці (r_t^n), як і передбачається більшістю експліцитних монетарних правил для процентної ставки (формули 3.1, 3.3 та 3.5) дорівнюватиме 1.

Таким чином, не визначеним залишається лише коефіцієнт при показнику процентного спреду. Питанню дослідження значення даного коефіцієнту присвячена значна частина наукового дослідження американських вчених Васко Курдії (Vasco Curdia) та Міхаеля Вудфорда (Michael Woodford) [189]. Вони приходять до висновку, що значення даного коефіцієнту залежить від двох ключових факторів: тривалості (силі впливу) кризових явищ, що припадають на період дослідження; а також ключового чинника, який спричиняє шок, що дестабілізує ситуацію на фінансовому ринку та спричиняє зростання спреду. У даній роботі сформовано цілий набір значень коефіцієнтів при показнику спреду (ω_i), які можуть обиратись залежно від зазначених вище параметрів. На період нашого дослідження припала світова фінансова криза, наслідки якої істотно впливали на фінансовий ринок України приблизно протягом 6 кварталів. Як відомо, ключові чинники даної кризи лежать у сфері фінансових відносин. Враховуючи зазначені фактори, з поміж коефіцієнтів досліджених американськими науковцями [189] для показника процентного спреду нами обрано значення 0,75. Враховуючи обґрунтовані вище значення коефіцієнтів та параметри формули 3.1, для розрахунку оптимальної траєкторії ключової процентної ставки НБУ нами використовуватиметься формула 3.6:

$$i_t = r_t^n + 1.5\pi_t + 0.5(Y_t - Y_t^n) - 0.75\omega_t \quad (3.6)$$

де, i_t – оптимальна основна ставка Національного банку України;

r_t^n – рівноважна реальна облікова ставка НБУ;

π_t – індекс споживчих цін;

Y_t – фактична динаміка реального ВВП;

Y_t^n – рівноважна динаміка реального ВВП;

ω_t – процентний спред.

Результати розрахунків за допомогою формули 3.6 наведено на рисунку 3.4. На даному рисунку наведено оптимальні траєкторії ключової ставки монетарної політики НБУ, які розраховані через кредитний спред та спред за державними облігаціями. Як бачимо, дані траєкторії є досить подібними: коефіцієнт кореляції становить 0,8. Також на рисунку наведено траєкторії згладжених облікової ставки та ставки рефінансування, які мають практичну однакову динаміку: коефіцієнт кореляції становить 0,96. Крім того, наведено графік фактичної ставки рефінансування, значення якої протягом більшості періодів коливаються у межах коридору, що формується згладженою ставкою рефінансування (наближена до верхньої межі) та обліковою ставкою (нижня межа). Зазначимо, що відповідно до пункту 3.1 положення “Про процентну політику Національного банку України” [53], облікова ставка є найнижчою серед процентних ставок, за якими Національний банк може підтримати ліквідність банків. Потрапляння оптимальних розрахункових ключових ставок монетарної політики у межі коридору фактичних згладжених ставок НБУ можна розцінювати як відповідність фактичної процентної політики Національного банку України теоретично обґрунтованим макроекономічним взаємозв’язкам, що формалізуються спред-скоригованим правилом Тейлора.

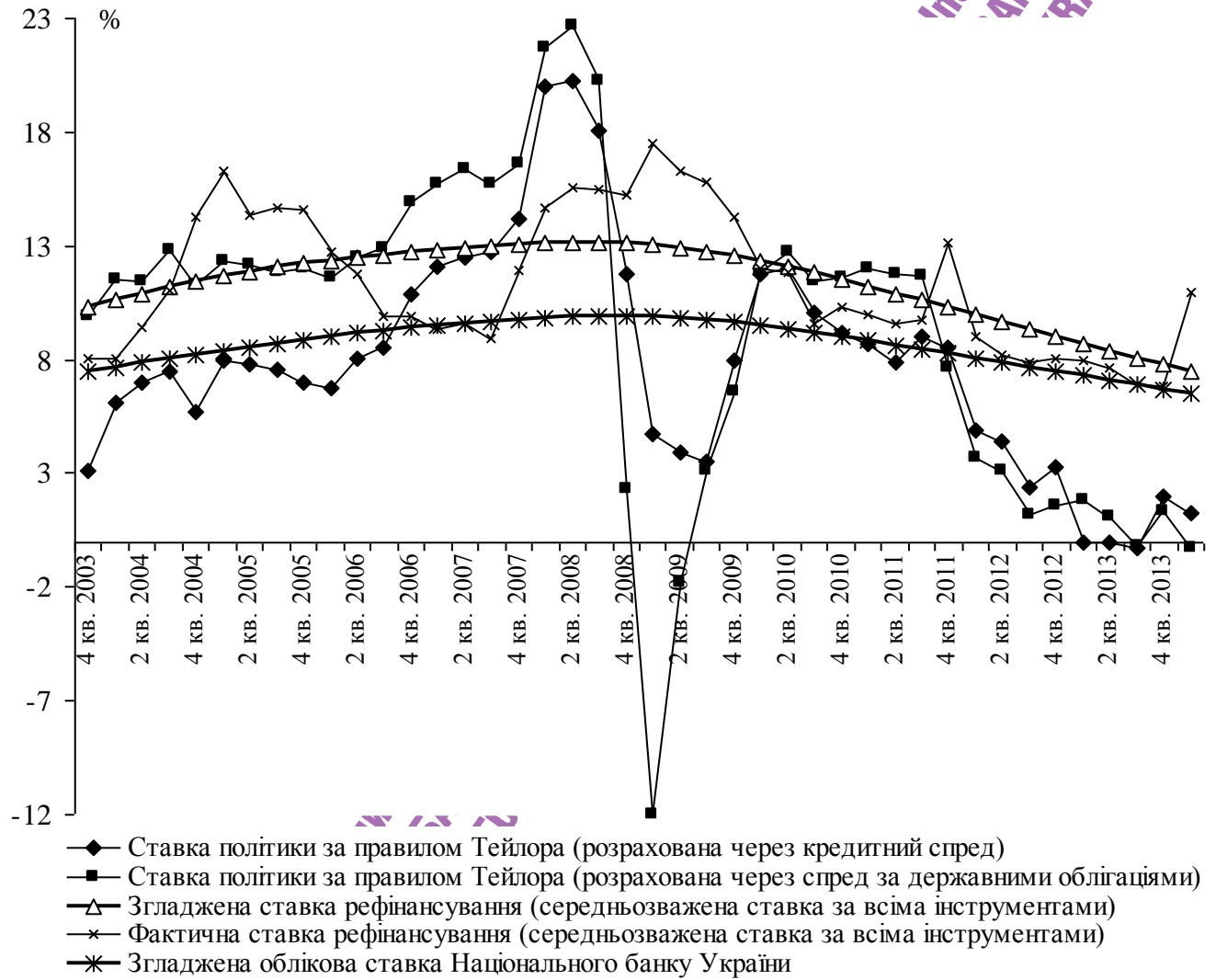


Рисунок 3.4— Динаміка розрахункових та фактичних ставок монетарної політики Національного банку України

Результати аналізу рисунку 3.4 дають підстави для наступних висновків. По-перше, протягом 2004 року та першої половини 2007 року використання процентних важелів монетарної політики було економічно обґрунтованим. Однак, починаючи з другої половини 2007 року, формуються передумови для підвищення ставок рефінансування з метою впровадження елементів превентивної рестрикційної політики, що повинна була здійснити антициклічний вплив і запобігти перегріву економічної системи. Дану політику доцільно було застосовувати до III кварталу 2008 року включно.

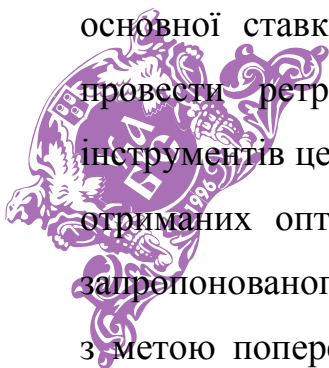
Починаючи з IV кварталу 2008 року, який характеризується істотним впливом світової фінансової кризи на економіку України, траєкторія

оптимальних ставок перебуває значно нижче фактичних ставок НБУ, що свідчить про не достатню експансіоністську спрямованість монетарної політики центрального банку протягом періоду розвитку кризових явищ. Істотне зниження процентних ставок рефінансування, спрямоване на насичення економіки дешевими фінансовими ресурсами, повинно було проводитись з IV кварталу 2008 року по IV квартал 2009 року включно.

Протягом 2010-2011 років процентні ставки Національного банку України були економічно обґрунтованими. Починаючи з I кварталу 2012 року і до кінця періоду дослідження (I квартал 2014 року), економічно обґрунтовані ставки НБУ повинні були бути значно нижчими від їх фактичних рівнів. Даний висновок, обумовлюється необхідністю насичення економіки дешевими грошовими ресурсами для підтримки економічної активності протягом кризового періоду обумовленого політико-військовими чинниками.

У даному підрозділі дисертаційної роботи досліджено науково-методичні підходи до формування процентного монетарного правила для економіки України. На основі квартальних даних за 2004 – 2013 роки проаналізовано взаємозв'язки між параметрами спред-скоригованого правила Тейлора. Встановлено, що протягом даного періоду “розрив ВВП” значимо не впливав на процентні ставки Національного банку.

Обґрунтовано методичні підходи до формування правила монетарної політики, що можуть застосовуватись для моделювання оптимальної траєкторії основної ставки Національного банку України. Отримана модель дозволяє провести ретроспективну оцінку ефективності застосування процентних інструментів центрального банку. Необхідно підкреслити, що детальний аналіз отриманих оптимальних траєкторій свідчить про можливість використання запропонованого спред-скоригованого правила Тейлора для економіки України з метою попередження негативних наслідків впливу різноманітних шоків на макроекономічну стабільність та рівновагу грошового ринку. Однак, дане правило може повноцінно застосовуватись лише за умови реального впровадження режиму інфляційного таргетування. Крім того, з метою



випереджального застосування процентних важелів монетарної політики для коригування макроекономічних дисбалансів дане правило повинно формуватись на основі прогнозних значень показників, що входять до його складу.

3.2 Напрямки удосконалення елементів системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку

Обґрунтована у підрозділі 2.1 система управління рівновагою грошово-кредитного ринку має теоретичний характер та потребує подальшого доопрацювання на основі врахування поточних підходів до реформування економічної політики, рівня складності політичної та макроекономічної ситуації, а також побудованих економетричних моделей. Крім того, дана система містить ряд елементів, які відносяться до організаційно-методичного забезпечення та потребують удосконалення для забезпечення ефективного урівноваження національного грошового ринку.

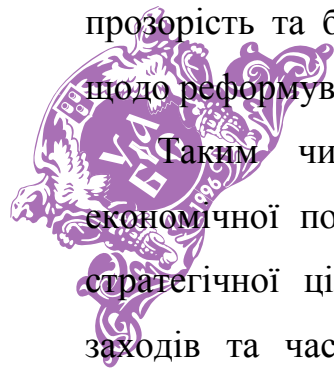
Усі елементи організаційно-методичного забезпечення, які здійснюватимуть найбільш істотний вплив на забезпечення рівноваги грошового ринку, можна розглядати з трьох основних позицій. По-перше, як складові загальнодержавної концепції розвитку фінансового сектору економіки (перший рівень моделі наведеної на рисунку 2.1). По-друге, в аспекті удосконалення організаційних та методичних засад функціонування Національного банку України: перегляд повноважень та підвищення рівня незалежності НБУ, підвищення ефективності комунікаційної політики, реформування функцій Ради НБУ і т.ін. (проміжний рівень моделі наведеної на рисунку 2.1). По-третє, з точки зору організаційно-методичних заходів з реформування монетарної політики Національного банку України: реалізація заходів, спрямованих на впровадження в Україні інфляційного таргетування,

формування відповідної інфраструктури для розвитку новітніх (нестандартних) інструментів грошово-кредитної політики, організаційно-економічні заходи із лібералізації валютного ринку і т.ін. (другий рівень моделі наведеної на рисунку 2.1).

При визначенні наведених вище елементів організаційного та методичного забезпечення ми, перш за все, керувались змістом Меморандуму МВФ. Тож спочатку проаналізуємо напрямки удосконалення організаційно-методичного забезпечення формування рівноваги грошово-кредитного ринку в аспекті положень даного документу.


У другому пункті листа про наміри (від високопосадовців України адресованого директору-розпоряднику МВФ) зазначається, що Уряд України налаштований на здійснення комплексної програми реформ [190]. Лист був підписаний в.о. Президента, Прем'єр-міністром, Головою НБУ та Міністром фінансів, що вказує на комплексний характер реформ, передбачених даним документом, та необхідність чіткої координації їх реалізації. Крім того, сама структура меморандуму, який є додатком до зазначеного вище листа, передбачає комплексне та узгоджене проведення реформ у економічній сфері. Наприклад, третій розділ Меморандуму МВФ висвітлює напрямки реформування економічної політики та включає у себе наступні підрозділи: 1) валютно-курсова та монетарна політика; 2) політика у фінансовому секторі; 3) фіскальна політика; 4) політика у галузі енергетики; 5) державне урядування, прозорість та бізнес-клімат. У таблиці 3.4 наведено узагальнену інформацію щодо реформування економічної політики відповідно до меморандуму МВФ.

Таким чином, дана таблиця відображає напрямки реформування економічної політики України за наступною логікою: визначення ключової стратегічної цілі, формулювання тактичних завдань, визначення ключових заходів та часових меж їх реалізації. Як видно з таблиці 3.4, реформи стосуватимуться усіх без виключення суб'єктів економічної діяльності в Україні, однак певний акцент зроблено саме на підвищенні ефективності фінансових відносин, оптимізація яких повинна стимулювати економічне



зростання у реальному секторі економіки. Потрібно підкреслити, що об'єктом нашого дисертаційного дослідження є відносини пов'язані з формуванням рівноваги на грошово-кредитному ринку, як наслідок, розробка концептуальних засад реформування економічної політики нас переважно цікавить у контексті визначення впливу даних реформ на ключових суб'єктів грошово-кредитного ринку, які забезпечують його урівноваження.

Таблиця 3.4 – Затверджена МВФ комплексна програма реформування економічної політики України

Напрямки реформування	Види політик, що реформуються				
	валютна та монетарна	регулювання фінансового сектору	фіскальна	у галузі енергетики	у сфері державного управління
Основна ціль	Спрямування монетарної політики на таргетування інфляції, ціль 3-5%.	Забезпечення фінансової стабільності.	Забезпечення стабільної фіскальної позиції та підвищення рівня довіри.	Підвищення ефективності енергетичного сектору.	Підвищення ефективності та прозорості державного управління.
Додаткові завдання	1. Нівелювання дисбалансів у зовнішньому секторі та відновлення м/н резервів; 2. розвиток прозорого та прогнозованого валютного ринку.	1. Моніторинг рівнів ліквідності; 2. збільшення довіри з боку вкладників; 3. стимулювання процесу кредитування; 4. забезпечення капіталізації банків.	1. Фінансування пріоритетних видатків у 2014 році; 2. реалізація комбінованих заходів щодо збільшення доходів та скорочення видатків бюджету.	1. Нівелювання негативного впливу енергетики на фіскальну ситуацію у державі та платіжний баланс; 2. підвищення енергетичної незалежності України.	1. Поліпшення бізнес-клімату; 2. ліквідація перешкод на шляху до економічного зростання.
 Часові межі	Впродовж 12 місяців НБУ повинен перейти на інфляційне таргетування.	15 найбільших банків повинні провести незалежні діагностичні обстеження до 01.08.2014, наступні 20 банків до 01.10.2014., решта банків до 01.07.2015 р.	Скорочення структурного фіскального дефіциту на 2% ВВП до 2016 року.	Обмеження дефіциту Нафтогазу у 2014 році до 3,3% ВВП, у 2015 році – до 1,9% ВВП, до 2018 - ліквідація дефіциту. Підвищення тарифів на газ протягом 2014 - 2017 років.	До 01.10.2014 розробка процедур та перегляд законодавств а щодо підвищення ефективності протидії легалізації незаконних доходів.

Продовження таблиці 3.4

Основні заходи	1. Використання чистих м/н резервів (ЧМР) та чистих внутрішніх активів (ЧВА) для нарощування грошової бази; 2. застосування політики гнучкого обмінного курсу; 3. відмова від валютних обмежень; 4. надання більшої свободи банкам щодо управління ліквідністю; 5. утримання від використання адміністративних заходів монетарної політики; 6. заходи щодо переходу на інфляційне таргетування.	1. Реструктуризація та рекапіталізація фінансових інституцій; 2. вдосконалення наглядової та регулятивної бази; 3. полегшення реструктуризації і непрацюючих кредитів; 4. оцінка фінансової стійкості банків; 5. прозорість та оперативність у наданні ліквідності банкам та пом'якшення норм обов'язкового резервування.	Заходи зі збільшення надходжень: 1. руйнування схем ухилення від податків; 2. припинення неофіційного імпорту; 3. посилення контролю над продажем алкоголю; 4. посилення контролю за стягненням ПДВ шляхом автоматизації адміністрування податку і т.д. Заходи зі скорочення витрат: 1. мораторій на збільшення мінімальної з/п та мінімального прожиткового рівня; 2. скорочення витрат на соціальну допомогу; 3. оптимізація капітальних витрат і т.д.	1. Поетапне підвищення роздрібних тарифів на газ та тепlopостачання; 2. поліпшення прозорості фінансових рахунків Нафтобази та його реструктуризація.	1. Заходи з протидії корупції; 2. запобігання легалізації доходів отриманих злочинним шляхом; 3 повернення вкрадених активів.
----------------	---	---	--	---	---

Джерело: авторські узагальнення на основі меморандуму [190]

У розрізі виділених на початку даного підрозділу груп елементів організаційно-методичного забезпечення, які здійснюватимуть найбільш істотний вплив на забезпечення рівноваги грошового ринку, проаналізуємо ключові заходи передбачені Меморандумом МВФ.

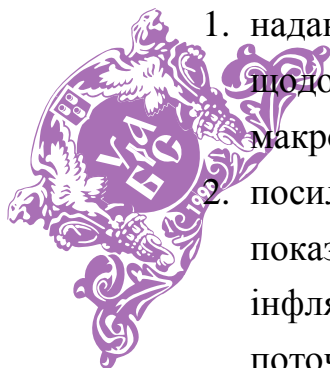
До заходів, які спрямовані на розвиток концептуальних засад функціонування фінансового сектору економіки, будуть віднесені ті, які можна розглядати у контексті формування методологічних засад управління рівновагою грошово-кредитного ринку (рис. 2.1). Нагадаємо, що у межах даної структурно-логічної моделі розглядались три альтернативні концепції ключової ідеї, які можна сформулювати наступним чином: 1) досягнення загальної рівноваги можливе лише при мінімальному регулятивному впливі держави на економічні процеси у цілому і на банківську діяльність зокрема; 2) відсутність жорсткого регулювання грошового ринку завжди призводить до криз; 3)

необхідно вивчати оптимальні способи регулювання, знаходячи оптимальний баланс між економічними та адміністративними заходами.

Детальне дослідження змісту Меморандуму МВФ дає підстави для висновку, що найближчим часом відбуватиметься поступова лібералізація регулювання фінансових відносин у цілому та відносин між суб'єктами грошового ринку зокрема. Ключовими напрямками даної лібералізації будуть: істотне зростання рівня свободи економічних агентів у здійсненні валютних операцій шляхом скасування валютних обмежень, підвищення рівня незалежності Національного банку України від Уряду шляхом встановлення пріоритетності закону “Про Національний банк України” над законом “Про державний бюджет України”, надання більших повноважень банкам у сфері управління ліквідністю, прийняття регулятором зобов'язання щодо утримання від застосування адміністративних заходів монетарної політики. Таким чином, у подальшому розробляти методичні підходи до управління рівновагою грошово-кредитного ринку потрібно враховуючи лібералізацію парадигми державного регулювання відносин між ключовими учасниками даного ринку.

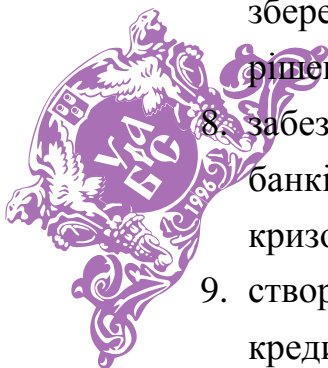
Меморандумом МВФ визначено наступні основні заходи, спрямовані на удосконалення організаційно-методичних засад функціонування Національного банку України в умовах переходу до інфляційного таргетування (проміжний рівень структурно-логічної моделі системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку):

1. надання повноважень та формування відповідних можливостей НБУ щодо розробки власних прогнозів інфляції та інших макроекономічних змінних для цілей монетарної політики;
2. посилення незалежності НБУ у формуванні власного цільового показника інфляції: не вимагатиметься пристосування до прогнозу інфляції ухваленого Урядом (з іншого боку, монетарна політика у поточному році здійснюється відповідно до макроекономічного прогнозу Кабінету Міністрів України, згідно з яким приріст індексу споживчих цін становитиме 12,0%);



3. удосконалення комунікаційної політики НБУ, передбачено публікування протоколів засідань Правління НБУ з проблем формування та реалізації монетарної політики;
4. створення Комітету з монетарної політики (КМП), основним повноваженням якого буде проведення процентної політики: встановлення процентних ставок відповідно до інфляційних цілей;
5. реформування процесу прийняття рішень в НБУ: відмежування функції формування монетарної політики у чистому вигляді (яка має бути пріоритетом для Правління НБУ та КМП) від функції проведення операцій на відкритому ринку;
6. 4 квітня 2014 року Радою НБУ сформовано Комітет з питань аудиту, до складу якого увійшли два члена, які не є працівниками НБУ. Даний комітет має право нагляду за фінансовою звітністю, процесами аудиту та системами внутрішнього контролю в НБУ;
7. покращення координації між НБУ, Міністерством фінансів та Фондом гарантування вкладів фізичних осіб: для контролю за цільовим використанням коштів, спрямованих на рекапіталізацію та реструктуризацію банків, планується сформувати відповідний комітет, до якого увійдуть Міністр фінансів, Голова НБУ та Директор-розпорядник Фонду гарантування вкладів фізичних осіб; а також планується внести уточнення до поточної версії Меморандуму про взаєморозуміння між НБУ, Мінфіном та ФГВФО (зазначимо, що наприкінці липня 2014 року Національний банк із фахівців НБУ та ФГВФО створив робочу групу з питань формування пропозицій для збереження активів і пасивів банків щодо яких було прийнято рішення про ліквідацію) [60];
8. забезпечення дотримання основних принципів ефективного банківського нагляду (СРЕBS) у сфері консолідованого нагляду та кризового менеджменту НБУ;
9. створення (не пізніше серпня 2015 року) централізованого реєстру кредитів при НБУ для здійснення моніторингу концентрації кредитного ризику.

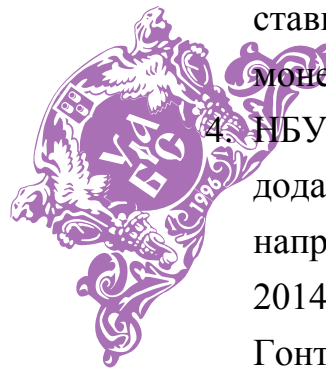
Проаналізувавши наведені вище заходи, можемо зазначити, що удосконалення організаційних та методичних засад функціонування НБУ



проходитиме за двома основними напрямками. По-перше, підвищення незалежності НБУ з одночасним отриманням додаткових повноважень у сфері монетарної політики, що сприятиме урівноваженню грошово-кредитного ринку через мінімізацію впливу політичної складової на регулювання монетарних процесів. Потрібно зазначити, що незалежність центрального банку у проведенні монетарної політики є необхідною умовою застосування режиму інфляційного таргетування [213]. По-друге, підвищення прозорості та удосконалення комунікацій НБУ з суб'єктами ринку та іншими регуляторами, що також сприятиме забезпеченню рівноваги оскільки слугуватиме підґрунтям для формування раціональних очікувань суб'єктами грошового ринку та забезпечить підвищення їх довіри до дій регулятора.

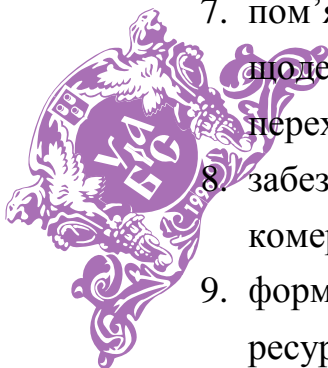
До заходів, спрямованих на реформування монетарної політики Національного банку України (другий рівень структурно-логічної моделі системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку), можна віднести:

1. використання чистих міжнародних резервів (ЧМР) та чистих внутрішніх активів (ЧВА) як проміжних таргетів монетарної політики;
2. нарощування грошової бази (грошової пропозиції) відповідно до потреб забезпечення цінової стабільності;
3. оптимізація застосування інструментів грошово-кредитної політики НБУ для посилення зв'язку між процентними ставками за активними і пасивними операціями НБУ з його офіційною ставкою (облікова ставка), яка буде отримувати статус основного інструменту монетарної політики по мірі переходу до інфляційного таргетування;
4. НБУ намагатиметься утримувати реальні процентні ставки на додатному рівні з урахуванням інфляції (перші кроки у даному напрямку було зроблено шляхом підвищення облікової ставки влітку 2014 року з 9,5% до 12,5% річних. Як зазначила Голова НБУ Валерія Гонтарева [60]: “Дуже часто в Україні облікова ставка та ставка рефінансування не мали прикладного значення та не відповідали реальній ситуації на ринку. Облікова ставка підвищена з урахуванням прогнозованого прискорення інфляції за результатами



2014 року. Це крок до побудови реальної кривої дохідності строком від овернайт до 90 днів, що буде прив'язана до облікової ставки як для депозитних сертифікатів, так і для рефінансування”;

5. продовження застосування політики гнучкого обмінного курсу: відповідно до постанови НБУ № 375 від 31.03.2014 р. [112] курс гривні до долара США встановлюється як середньозважений курс продавців і покупців, що склався поточного робочого дня за даними Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України Національного банку України;
6. дерегулювання валютних відносин та формування прозорого і прогнозованого валютного ринку: втрата чинності 04.04.2014 р. постанови №109 та поступовий вихід банків з нормативу чистої відкритої валютної позиції; розвиток інструментів приватно-приватного хеджування; зважена політика щодо валютних інтервенцій: накопичення резервів центрального банку шляхом купівлі валюти на ринку за умови передбачення можливості продажу обмежених обсягів іноземної валюти з резервів центрального банку для призупинення розкручування самовідтворюваного циклу девальваційних очікувань (наприклад, упродовж червня 2014 року НБУ не здійснював валютні інтервенції на міжбанківському валютному ринку України, протягом липня поточного року, не зважаючи на складну політико-економічну ситуацію НБУ, придбав іноземної валюти на міжбанківському ринку на суму 80 мільйонів доларів США);
7. пом'якшення норм обов'язкового резервування та скасування щоденних лімітів резервування коштів в НБУ з подальшим переходом на механізм контролю за середньомісячними залишками;
8. забезпечення прозорості та оперативності у наданні необхідних комерційним банкам обсягів ліквідності;
9. формування Національним банком України запасу фінансових ресурсів для рекапіталізації та реструктуризації системних банків (за умови не надання приватним сектором фінансування для покриття розривів капіталу).



Узагальнюючи наведений вище перелік заходів із удосконалення монетарної політики, можна зазначити, що практично усі заходи прямо або опосередковано стосуються інструментів, які використовуються у межах валютної та процентної політики НБУ. Реформування валютної політики спрямоване на лібералізацію валютного ринку. Дана реформа давно назріла, оскільки дисбаланси та шоки, що формувались у валютному сегменті грошово-кредитного ринку, були перманентним джерелом порушення його рівноважного стану. Правильність обраних кроків щодо оптимізації валютного регулювання підтверджується поступовим урівноваженням платіжного балансу держави: за даними НБУ у квітні 2014 року зведений платіжний баланс другий місяць поспіль був майже збалансованим (-232 млн. дол. США), причому сальдо рахунку поточних операцій, вперше із січня 2012 року, стало додатним – 186 млн. дол. США [60].

Стратегічний орієнтир на оптимізацію процентної політики, зокрема на підвищення ролі облікової ставки НБУ, підтверджує актуальність наших досліджень проведених у підрозділі 3.1 дисертації, які спрямовані на пошук шляхів формування правила процентної політики для процентної ставки.

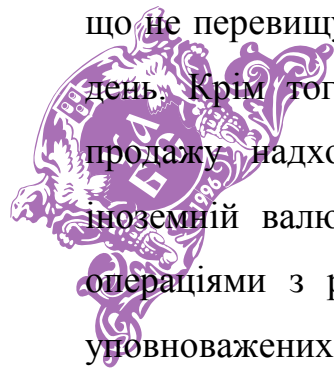
Проведемо більш детальний аналіз заходів з удосконалення методичних підходів щодо регулювання діяльності суб'єктів грошово-кредитного ринку, в контексті його урівноваження, які здійснювались НБУ протягом травня – серпня 2014 року та спрямовувались на реалізацію ключових положень меморандуму МВФ.

Відповідно до постанови Правління НБУ №480 від 08.08 2014 року [207] внесено зміни до діючого порядку формування і зберігання обов'язкових резервів. Зокрема, комерційним банкам дозволено зберігати весь обсяг резервів на власному кореспондентському рахунку в Національному банку, тобто скасовано вимогу щодо формування частини обов'язкових резервів на окремому рахунку в Національному банку України. Як зазначається у коментарях фахівців НБУ, які розміщені на офіційному сайті регулятора: “Ухвалення зазначеного рішення додасть банкам істотної гнучкості в

управлінні власною ліквідністю.” За оцінками НБУ в оперативному розпорядженні банків другого рівня опиняться додаткові кошти загальним обсягом близько 7 млрд. грн. Також у коментарях наголошується, що зазначені зміни необхідно розглядати у контексті переходу до інфляційного таргетування. Крім того, постановою НБУ № 419 від 15.07.2014 року [208] знижується ставка резервування з 20% до 0% за операціями залучення уповноваженими банками депозитів, кредитів (позики) в іноземній валюті від нерезидентів. Зазначені зміни дадуть можливість банкам отримувати додаткову короткострокову ліквідність для підтримання своєї оперативної діяльності. Таким чином, підвищення гнучкості у регулюванні ліквідності банків сприятиме розширенню їх можливостей для урівноваження попиту та пропозиції на грошові ресурси у межах окремо взятих банків, а в агрегованому вигляді (через механізм міжбанківського кредитування) на рівні банківської системи в цілому.

Як зазначалось вище, НБУ виконував визначені МВФ зобов’язання щодо лібералізації валютного регулювання. Зокрема, була прийнята постанова №423 від 15.07.2014 року [209], відповідно до якої скасовано вимогу щодо обов’язкового продажу іноземної валюти, яка надходила фізичним особам у сумі, що дорівнює або перевищує в еквіваленті 150 000 гривень за місяць. Також банкам надано дозвіл на виплату готівкою (без відкриття рахунку) іноземної валюти переказаної з-за кордону на користь фізичної особи в сумі, що не перевищує в еквіваленті 150 000 гривень за один операційний (робочий) день. Крім того, встановлюється норма щодо звільнення від обов’язкового продажу надходжень на кореспондентські рахунки банків-нерезидентів в іноземній валюті, які відкриті в уповноважених банках, та надходжень за операціями з розміщення депозитів банками-нерезидентами на рахунках в уповноважених банках.

Правлінням НБУ затверджена постанова № 248 від 30.04.2014 року [210], якою вносяться зміни до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою та Правил функціонування Системи підтвердження угод на



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

міжбанківському валютному ринку України. Зокрема, дані зміни надають уповноваженим банкам можливість купувати іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку України з метою формування резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями в іноземній валюті, що сприятиме поетапному приведенню відкритої валютної позиції банківської системи у відповідність до міжнародних стандартів (що також передбачено Меморандумом МВФ).

Правлінням НБУ прийнято постанову № 360 від 16.06.2014 року [211], яка спрямована на збільшення прозорості та спрощення порядку торгівлі іноземною валютою: доповнено перелік документів, що підтверджують джерела походження гривні і є підставами для купівлі фізичними особами-нерезидентами іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України. Також скасована норма, що передбачала обмеження роботи банків, які маніпулюють обсягом торгівлі або курсом іноземної валюти у Системі підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ. Отже, регулятор підтверджує дотримання принципу тимчасовості при застосуванні адміністративних важелів впливу на валютний ринок.

Також однією із ключових проблем банківської системи України посткризового періоду, яка стримує реалізацію позитивних імпульсів регулятора щодо урівноваження грошово-кредитного ринку, є проблема непрацюючих довгострокових валютних кредитів. За інформацією Степана Кубіва (екс-голови НБУ) [60] на початок червня 2014 року загальна сума боргу за іпотечними кредитами в іноземній валюті становила 46,4 млрд. грн. (близько 25% кредитного портфелю фізичних осіб), зокрема за іпотечними житловими кредитами в іноземній валюті – 26,4 млрд. грн. Таким чином, позитивним кроком є прийняття Верховною Радою України 3 червня 2014 року Закону України “Про мораторій на стягнення майна громадян України, наданого як забезпечення кредитів в іноземній валюті”. Крім того, 3 липня у першому читанні прийнято проект закону про реструктуризацію кредитних зобов’язань з іноземної валюти в гривню.

Потрібно підкреслити, що проаналізований вище Меморандум МВФ, на відміну від подібних меморандумів, які підписувались попередніми Урядами, планово реалізується у практичні площині. Цю тезу підтверджують як співробітники місії МВФ, яка з 24 червня до 17 липня 2014 року оцінювала реалізацію поточних угод в Україні з МВФ та прийшла до позитивних висновків у даному аспекті; так і факт прийняття конкретних рішень (проаналізованих вище) Національним банком протягом травня-серпня поточного року, які спрямовані на виконання положень Меморандуму МВФ.

Одним із найбільш важливих документів, який визначає пріоритети, цілі та інструменти монетарної політики на наступний рік є “Основні засади грошово-кредитної політики” (далі Основні засади). Зазвичай даний документ приймається до початку року, однак “Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік” [214] були прийняті лише у середині травня 2014 року і враховували реалії розвитку економічної ситуації у першому кварталі 2014 року: зменшення обсягу депозитів населення в національній валюті на 32,3 млрд. грн., а в іноземній – на 3,1 млрд. дол. США; випереджаюче зростання монетарної бази (на 7,4%) порівняно з грошовою масою (на 3,8%), що обумовлювалось наданням кредитів рефінансування на суму понад 63 млрд. грн.; зниження міжнародних резервів на 5,3 млрд. дол. США і т.ін.). Необхідність подолання зазначених негативних макроекономічних тенденцій, а також взяті, відповідно до підписаного з МВФ Меморандуму, зобов’язання були основними чинниками, які визначали зміст Основних засад грошово-кредитної політики на 2014 рік.

До основних завдань грошово-кредитної політики на 2014 рік, які повинні забезпечити урівноваження грошово-кредитного ринку України, можна віднести [214]:

- обмежене реагування, у короткостроковій перспективі, монетарними засобами та методами на цінові зміни, які зумовлюватимуться рішеннями у сфері адміністративно регульованих цін і тарифів, структурного реформування економіки та впливу зовнішніх шоків. Дані заходи у

середньостроковому періоді сприятимуть досягнення цінової стабільності через усунення диспропорцій та покращення показників ефективності окремих галузей економіки;

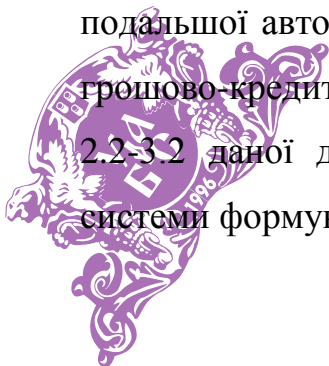
- засоби та методи грошово-кредитної політики застосовуватимуться шляхом регулювання обсягу монетарної бази, яка розглядатиметься як операційний орієнтир грошово-кредитної політики (приріст монетарної бази у 2014 році повинен становити не більше 21%);
- підтримка ліквідності банків здійснюватиметься як через стандартні монетарні інструменти, так і через тимчасові механізми, розроблені для підтримки банків, що зазнали впливу вкладів; по мірі стабілізації ситуації на грошово-кредитному ринку НБУ відмовлятиметься від застосування тимчасових механізмів та переходитиме до стандартних процедур монетарного регулювання;
- для посилення дієвості процентних важелів впливу використовуватиметься коридор процентних ставок за щоденними механізмами постійної дії: нижня межа – ставка за депозитним сертифікатом овернайт, а верхня – ставка за кредитом рефінансування овернайт.

Таким чином, Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік практично повністю враховують положення Меморандуму МВФ і є їх логічним продовженням (оскільки вони були схвалені через місяць після підписання меморандуму МВФ). Наприклад, у IV розділі Основних засад визначаються ключові принципи та завдання проведення грошово-кредитної політики в середньостроковому періоді, які практично повністю збігаються із основними положеннями проаналізованого вище Меморандуму МВФ. Зокрема, наголошується, що впровадження режиму інфляційного таргетування у другій половині 2015 року ґрунтуватиметься на дотриманні таких принципів [214]: безумовної пріоритетності цілі щодо цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань монетарної політики; тактичної гнучкості та орієнтації на досягнення середньострокових цілей; відсутності зобов'язань Національного банку щодо утримання на певному рівні або в

певних межах обмінного курсу гривні до іноземних валют; перспективності прийняття рішень (вжиття заходів, виходячи із інфляційного прогнозу); прозорості діяльності Національного банку перед суспільством. Також зазначається, що підготовка до запровадження інфляційного таргетування передбачає вжиття заходів за такими основними напрямками: удосконалення інституційної основи діяльності Національного банку; поліпшення операційної структури грошово-кредитної політики; удосконалення комунікаційної складової.

Необхідно зазначити, що фахівці НБУ, які розробляли Основні засади [214], враховують підтримувану нами концепцію урівноваження грошово-кредитного ринку та окремих його сегментів. Зокрема, у даному документі йдеться про “рівноважний стан ліквідності” та “рівновагу на валютному ринку”. Крім близькості термінологічного апарату, спрямованість Основних засад на урівноваження грошово-кредитного ринку України підтверджується комплексною імплементацією проаналізованих вище положень Меморандуму МВФ, які передбачають усунення диспропорцій та нівелювання впливу зовнішніх шоків на національний фінансовий ринок та ключових його суб’єктів.

Як зазначалось, запропонована у підрозділі 2.1 дисертації структурно-логічна модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку носить переважно теоретичний характер і слугує концептуальною основою для подальшої авторської розробки емпіричних підходів до формування рівноваги грошово-кредитного ринку. З урахуванням результатів отриманих у підрозділах 2.2-3.2 даної дисертаційної роботи нами запропоновано емпіричну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку (рис. 3.5).



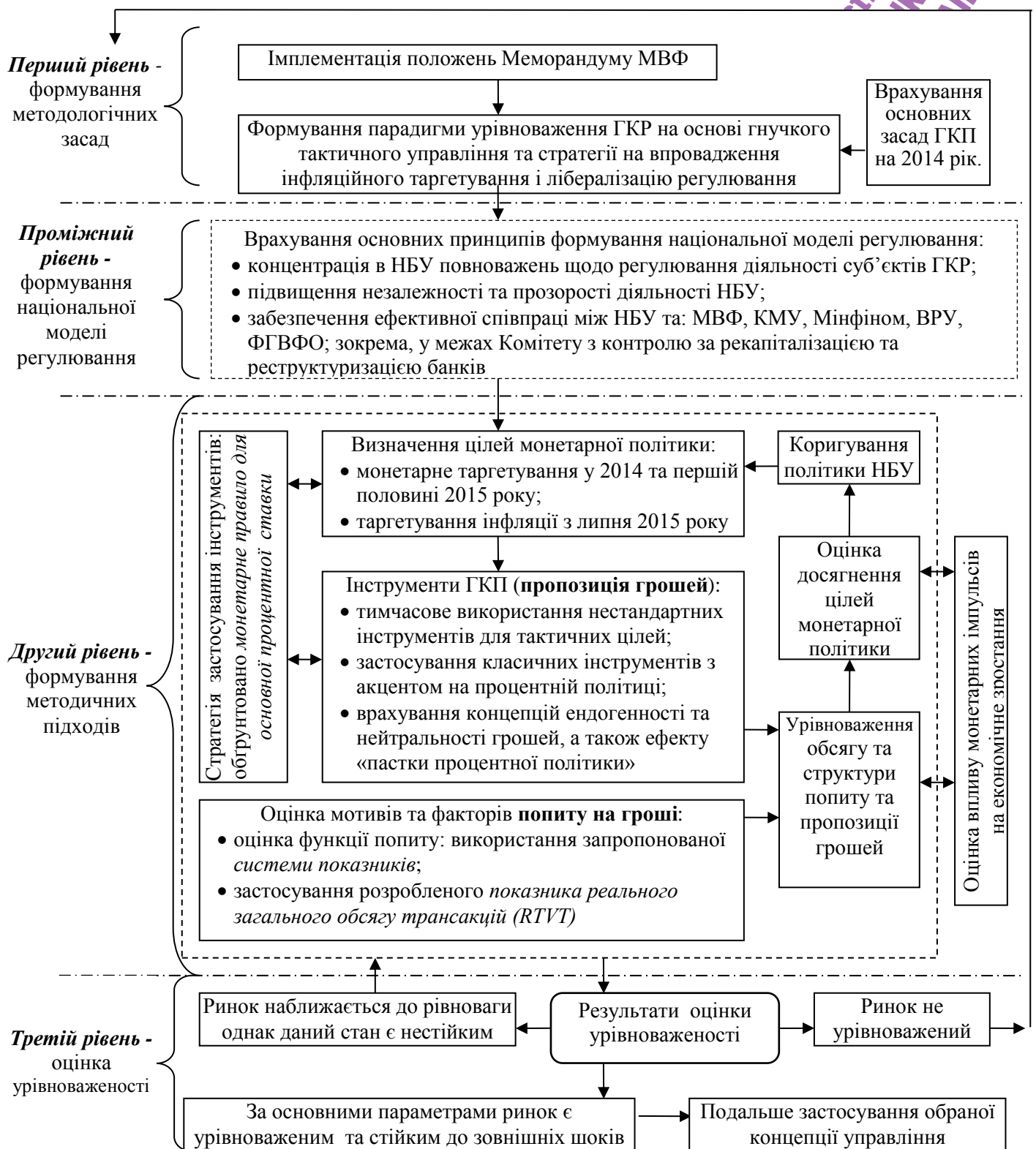


Рисунок 3.5 – Структурно-логічна модель системи формування рівноваги ГКР

Запропонована емпірична модель, як і теоретична модель, на якій вона ґрунтується, складається з двох основних та одного проміжного рівнів, а також включає рівень оцінки урівноваженості ринку. Однак, не зважаючи на подібність логіки побудови даних моделей, у теоретичній моделі наводяться

теоретично обґрунтовані альтернативні підходи до формування методологічних та методичних засад управління рівновагою грошово-кредитного ринку. З іншого боку, емпірична модель передбачає врахування найбільш ймовірних на даний час сценаріїв формування елементів системи, а також максимальне врахування обґрунтованих нами пропозицій щодо удосконалення методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку.

Пропонуємо більш детально розглянути ключові складові емпіричної моделі системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку (далі емпірична модель) у розрізі виділених рівнів управління. Рівень формування методологічних засад управління відображає ключові риси поточної концепції регулювання монетарних процесів в Україні, які витікають із проаналізованих на початку даного підрозділу документів: Меморандум МВФ, Основні засади, а також постанови Правління НБУ. Основну ідею даної концепції необхідно розглядати в аспекті поточної не прогнозованої та складної економіко-політичної ситуації та, враховуючи у явному вигляді часовий горизонт прийняття управлінських рішень. Дана ідея відображає гнучке тактичне управління монетарною сферою для забезпечення стабільного функціонування фінансового сектору економіки. Під гнучким управлінням ми розуміємо можливість: тимчасового використання адміністративних заходів, ситуативного перегляду цільових орієнтирів, масштабного залучення фінансової допомоги від міжнародних організацій і т.ін. З іншого боку, у Меморандумі МВФ та Основних засадах грошово-кредитної політики на 2014 рік чітко зафіксовано стратегічну орієнтацію монетарних органів влади України на лібералізацію регулювання грошового ринку (поступове скасування адміністративних методів впливу на монетарні процеси у цілому і, перш за все, на валютному сегменті ринку).

Проміжний рівень розкриває особливості формування інституційної моделі регулювання. Схематично на рисунку досить важко відобразити усі поточні процеси та концепції, які стосуються реформування функцій НБУ та його організаційної структури, а також особливості комунікації центрального банку

з іншими органами влади. Дані процеси досить ґрунтовно аналізувались нами вище у розрізі вивчення напрямків реформування організаційно-методичних засад функціонування Національного банку України. Однак, на рисунку 3.5 відображено кілька ідей, які є досить важливими для розуміння поточної інституційної моделі регулювання грошового ринку. По-перше, на відміну від теоретичної моделі (рис. 2.1), яка передбачала опосередковане підпорядкування Національного банку України Кабінету Міністрів України, емпірична модель враховує уже здійснені (а також передбачені Меморандумом МВФ) реформи щодо підвищення рівня незалежності НБУ. З іншого боку, НБУ потрапляє у певну залежність від Міжнародного валютного фонду, який на даний момент є основним фінансовим донором України, та взамін надання фінансових ресурсів вимагає виконання цілого ряду рекомендацій щодо: регулювання фінансового сектору, проведення монетарної політики та реалізації економічної політики в цілому. Зокрема, Меморандумом МВФ передбачено посилення взаємодії між Міністерством фінансів, Національним банком України та Фондом гарантування вкладів фізичних осіб щодо ефективної організації процесу рекапіталізації та реструктуризації комерційних банків, зокрема контролю за цільовим використанням державних коштів які для цього будуть виділятися. Потрібно підкреслити, що на даний момент жваво обговорюються напрямки реформування Національного банку України: проект укрупнення територіальних управлінь НБУ, доцільність передачі під нагляд НБУ усіх інших фінансових посередників (створення мегарегулятора) і т.ін. Однак, ймовірність реалізації даних проектів, на даний момент оцінити практично неможливо, тому вони не відображені у емпіричній моделі.

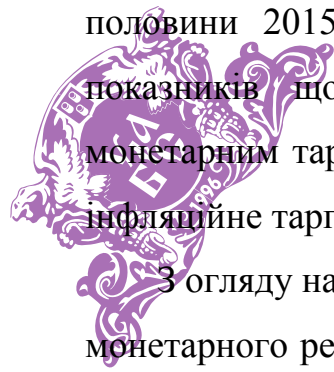
У запропонованій емпіричній моделі (рис. 3.5) основна увага, з огляду на спрямованість даного дисертаційного дослідження, приділена методичним засадам управління рівновагою грошово-кредитного ринку України. При формуванні елементів моделі даного рівня ми виходили із обґрунтованого нами (на основі теоретичних досліджень, основні результати яких викладені у попередніх розділах дисертації) розуміння *рівноваги грошово-кредитного*

ринку, як стану (траєкторії розвитку), в якому на основі збалансування попиту і пропозиції грошей забезпечується дотримання ключових монетарних пропорцій та досягаються цілі монетарної політики НБУ при одночасному формуванні монетарних імпульсів, необхідних для підтримки сталого економічного зростання. Не зважаючи на те що, у визначенні “рівноваги грошово-кредитного ринку” йдеться про дотримання цілого ряду монетарних пропорцій, однак ключовим співвідношенням, яке визначає збалансованість інших показників, є урівноваженість попиту та пропозиції грошей. Як наслідок, на рисунку 3.5 логіку процесу формування методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку розкрито в аспекті збалансування грошової пропозиції та попиту на гроші.

Пропозиція грошей формується під контролем центральних банків шляхом емісії готівкових та безготівкових грошових коштів та подальшим, через інструменти грошово-кредитної політики, коригуванням динаміки та структури грошової маси в обігу, а також впливом центрального банку на складові грошового мультиплікатора. Таким чином, блок формування пропозиції грошей включає у себе три взаємопов’язані елементи: цільову функцію центрального банку, інструментарій монетарної політики та стратегію застосування даних інструментів.

Як зазначалось вище, відповідно до Меморандуму МВФ та Основних засад грошово-кредитної політики на 2014 рік протягом поточного року та першої половини 2015 року НБУ націлюватиметься на дотримання встановлених показників щодо грошової маси, тобто такий режим можна вважати монетарним таргетування. З другої половини 2015 року планується перехід на інфляційне таргетування.

З огляду на необхідність докорінної трансформації існуючих підходів щодо монетарного регулювання, а також враховуючи складність поточної політико-економічної ситуації, можливе тимчасове застосування нестандартних інструментів монетарної політики: валютні обмеження, додаткові інструменти підтримання ліквідності, тимчасові обмеження на зняття депозитів і т.ін. З



іншого боку, після стабілізації політичної та макроекономічної ситуації планується поступове дерегулювання грошово-кредитного ринку та перехід на пріоритетне використання стандартних інструментів монетарної політики. У даному дисертаційному дослідженні істотна увага приділялась вивченню концепцій ендогенності та нейтральності грошей. Врахування емпірично перевірених постулатів даних концепцій дозволить проводити монетарну політику НБУ більш ефективно.

Елементом, що об'єднує цілі та інструменти монетарної політики є стратегія застосування інструментарію, яка являє собою набір базових принципів щодо використання комплексу інструментів у їх взаємозв'язку з метою досягнення стратегічних цілей політики. Як зазначалось вище, стратегічною ціллю НБУ є перехід до інфляційного таргетування, зміст якого полягатиме у досягненні в середньостроковій перспективі цільових орієнтирів споживчої інфляції у межах 3–5% на рік. В умовах інфляційного таргетування серед інструментарію монетарної політики ключова роль відводиться процентним інструментам, зокрема, регулюванню величини базової процентної ставки. Таким чином, у якості стратегії використання основного інструменту політики (регулювання основної ставки) для досягнення визначених інфляційних цілей доцільно застосовувати правило монетарної політики для процентної ставки. Дане правило дозволяє функціонально поєднати основний інструмент та цільову функцію монетарної політики в умовах інфляційного таргетування для визначення траєкторії базової процентної ставки, що забезпечить досягнення інфляційних орієнтирів та враховуватиме (через використання у правилі показника “розрив ВВП”) вплив монетарної політики на підтримку економічного зростання.

У підрозділі 3.1 дисертаційної роботи нами обґрунтовано методичні підходи до формування спред-скоригованого правила Тейлора для економіки України. Отримані результати можуть застосовуватись для моделювання оптимальної траєкторії основної ставки НБУ, а також для оцінки, на основі співставлення оптимальної та фактичної траєкторій, ефективності застосування

процентних інструментів центрального банку. Результати даної оцінки дають можливість розробляти заходи щодо попередження негативних наслідків впливу різноманітних шоків на макроекономічну стабільність та рівновагу грошового ринку.

В емпіричній моделі системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку (рис. 3.5) процес формування попиту на гроші досліджувався шляхом побудови системи показників для оцінки ключових факторів попиту на грошові кошти в Україні, які в подальшому можуть використовуватись при специфікації функції попиту. Крім того, були побудовані показники реального загального обсягу трансакцій (RTVT) та економічної активності REAFa, які дозволяють більш точно оцінити трансакційний мотив попиту на гроші.

У цілому елементи другого рівня моделі, які відображають методичні підходи до управління рівновагою грошово-кредитного ринку, на рівні пропозиції грошей (шляхом реалізації монетарної політики) являють собою замкнений циклічний процес. Даний процес передбачає коригування складових монетарної політики НБУ залежно від оцінки досягнення поставлених цілей, врахування змін попиту на гроші, а також від результатів аналізу впливу монетарних імпульсів на економічне зростання. Зазначимо, що на попит на гроші Національний банк не може суттєво впливати, а тому регулятору доцільно сконцентруватись на уточненні оцінки ключових факторів попиту та на побудові сталої функції попиту для прогнозування ключових тенденцій щодо зміни трансакційного та спекулятивного попиту на гроші в Україні.

На третьому рівні емпіричної моделі, як і в теоретичній моделі, відбувається оцінка ефективності управління. За результатами даної оцінки можливі три альтернативні варіанти. По-перше, подальше застосування обраної концепції управління за умови досягнення грошовим ринком стійкого рівноважного стану. По-друге, перегляд окремих складових методичного забезпечення управління, якщо рівновага грошово-кредитного ринку є нестійкою. По-третє, докорінний перегляд усіх елементів системи, якщо рівноваги на грошовому ринку досягти не вдається.

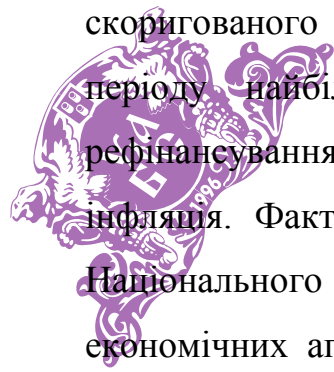
Таким чином, у даному підрозділі дослідження проаналізовано напрямки удосконалення елементів системи формування рівноваги грошово-кредитного

ринку шляхом формування емпіричної моделі даної системи (рис. 3.5). Структура даної моделі ґрунтується на взаємозв'язках, виявлених для теоретичної моделі (пункт 2.1), однак, враховує поточні економічні реалії та результати проведених економетричних розрахунків.

Висновки до розділу 3

1. Узагальнення закордонного досвіду застосування монетарних правил (перш за все модифікацій правила Тейлора) підтверджує їх ефективність протягом останніх двох десятиліть. Однак, в умовах світової фінансової кризи 2008-2009 років дієвість застосування даних правил істотно зменшилась. Як наслідок, Джоном Тейлором був розроблений методичний підхід щодо коригування класичних показників правила на процентний спред. Подальший розвиток даного підходу спричинив появу цілого класу монетарних правил: так званих “спред-скоригованих правил Тейлора”.

2. Розроблено науково-методичні підходи до формування процентного монетарного правила для економіки України. На основі використання багатофакторних регресійних моделей (побудованих на кварталних даних за 2004 – 2013 роки) проаналізовано взаємозв'язки між параметрами спред-скоригованого правила Тейлора. Встановлено, що протягом досліджуваного періоду найбільш істотний прямий вплив на ставки за операціями рефінансування (результативний показник) здійснювали облікова ставка та інфляція. Фактор “розрив ВВП” значимо не впливав на процентні ставки Національного банку. Використання лідів (відображають очікування економічних агентів) та лагів (відображають інерційність впливу факторних ознак на результативну) на економічно обґрунтованих інтервалах не призводять до покращення статичної значущості наведених вище багатофакторних регресійних моделей.



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

Державний вищий навчальний заклад
“Українська Академія Банківської Спрани”
Національного Банку України

3. Обґрунтовано методичні підходи до визначення оптимальної траєкторії основної ставки Національного банку України. Вони дозволяють провести ретроспективну оцінку ефективності застосування процентних інструментів центрального банку. Аналіз отриманих оптимальних траєкторій свідчить, про можливість використання запропонованого спред-скоригованого правила Тейлора для економіки України з метою попередження негативних наслідків впливу різноманітних шоків на макроекономічну стабільність та рівновагу грошового ринку. Необхідно підкреслити, що дане правило може повноцінно застосовуватись лише за умови реального впровадження режиму інфляційного таргетування. З метою випереджального застосування процентних важелів монетарної політики для коригування макроекономічних дисбалансів, дане правило повинно формуватись на основі прогнозних значень показників.

4. Проведено дослідження елементів організаційно-методичного забезпечення формування рівноваги грошово-кредитного ринку України за трьома напрямками: як складових загальнодержавної концепції розвитку фінансового сектору економіки; в аспекті удосконалення організаційних та методичних засад функціонування Національного банку України; з точки зору організаційно-методичних заходів з реформування монетарної політики Національного банку України. Шляхи удосконалення організаційно-методичного забезпечення формування рівноваги грошово-кредитного ринку визначались у контексті аналізу положень Меморандуму про економічну та фінансову політику, який був підписаний між Україною та МВФ у квітні 2014 року.

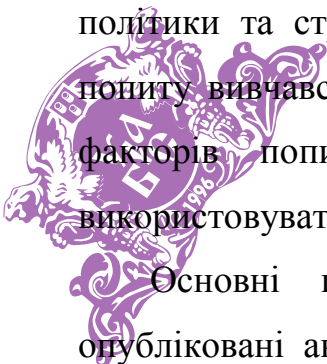
5. Проведено аналіз заходів з удосконалення методичних підходів щодо регулювання діяльності суб'єктів грошово-кредитного ринку, які здійснювались НБУ протягом першої половини 2014 року та спрямовувались на реалізацію ключових положень меморандуму МВФ. За результатами аналізу встановлено, що практично усі заходи прямо або опосередковано стосуються інструментів, які застосовуються у межах валютної та процентної політики НБУ. Реформування валютної політики спрямоване на лібералізацію валютного

ринку з одночасним посиленням контролю за спекулятивними валютними операціями. Дана реформа є актуальною оскільки дисбаланси та шоки, що формувались у валютному сегменті грошово-кредитного ринку, були перманентним джерелом порушення його рівноважного стану. Крім того, НБУ підвищив гнучкість у регулюванні ліквідності, що сприятиме розширенню інструментарію банків для урівноваження попиту та пропозиції на грошові кошти у межах окремо взятих банків, а в агрегованому вигляді (через механізм міжбанківського кредитування) у межах банківської системи в цілому.

6. Обґрунтовано емпіричну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку. Дана модель, як і теоретична модель, на якій вона ґрунтується, складається з двох основних та одного проміжного рівнів, а також включає рівень оцінки ефективності. Емпірична модель передбачає врахування найбільш ймовірних сценаріїв формування елементів системи, а також максимальне застосування обґрунтованих нами пропозицій щодо удосконалення методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку.

7. Логіку процесу формування методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку в емпіричній моделі розкрито в аспекті збалансування грошової пропозиції та попиту на гроші. Блок формування пропозиції грошей досліджувався з точки зору аналізу трьох взаємопов'язаних елементів: цільової функції центрального банку, інструментарію монетарної політики та стратегії застосування даних інструментів. Процес формування попиту вивчався шляхом побудови системи показників для оцінки ключових факторів попиту на гроші в Україні, які в подальшому можуть використовуватись при специфікації функції попиту.

Основні положення третього розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [216, 217, 218, 219, 220].



ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне обґрунтування і запропоновано нове вирішення наукового завдання, що виявляється у визначенні шляхів удосконалення системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку України на основі розвитку методичних засад її функціонування.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Дослідження феномену економічної рівноваги доцільно проводити з урахуванням сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів, зокрема, враховуючи ефект “розростання малого”, наявність порогової чутливості економічних змінних та можливість емерджентних змін напрямів протікання процесів.

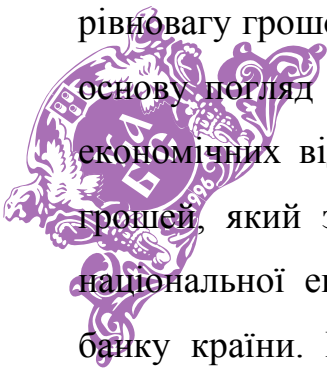
2. У процесі здійснення управлінського впливу на параметри економічної системи, з метою досягнення рівноважного стану, доцільно враховувати наступні аспекти: відхилення системи від рівноважного стану може бути викликано як впливом зовнішнього середовища, так і ускладненням або деградацією її внутрішньої структури; економічні агенти формують свою поведінку на основі очікувань, як наслідок, формування економічних сигналів доцільно розглядати як один із дієвих інструментів досягнення рівноважного стану; у стабільному середовищі ринок сам підтримує свою збалансованість (у т. ч. внаслідок формування коректних економічних прогнозів), тому необхідно запобігати досягненню економічними змінними їх граничних значень (вихід за рамки локальності), що спричиняє розгортання кризових явищ.

3. За результатами проведених досліджень меж та структури грошово-кредитного ринку за нормативним та емпіричним підходами сформульовано базові принципи, визначення структури грошово-кредитного ринку: даний ринок включатиме у себе ті сегменти фінансового ринку, на яких НБУ може

здійснювати власні операції або опосередковано впливати на кон'юнктуру даних сегментів за допомогою інструментів грошово-кредитної політики; інформація про кон'юнктуру грошово-кредитного ринку та про результати діяльності ключових його суб'єктів повинна відображатись у аналітичних матеріалах та статичній звітності Національного банку; включення сегментів фінансового ринку не повинно суперечити функціям та напрямкам діяльності НБУ, які визначені законодавством. Таким чином, інтегруючою та регулюючою силою грошово-кредитного ринку є Національний банк, а ключовим призначенням даного ринку – перерозподіл фінансових ресурсів під контролем, у межах здійснення грошово-кредитної політики, НБУ.

4. Вивчення методичних підходів до формування рівноваги грошово-кредитного ринку на основі модифікацій моделі IS-LM (IS-LM-BP, IS-LM-PC, IS-LM-FE, IS-LM-PhC) дає підстави для твердження, що рівновага грошово-кредитного ринку відіграє ключову роль в урівноваженні інших економічних систем: товарного ринку, платіжного балансу, ринку капіталу, ринку праці, а також у формуванні макроекономічної рівноваги на основі повної зайнятості. Важливу роль в інструментарії урівноваження грошово-кредитного ринку відіграє монетарне правило.

5. Концепції “пастки ліквідності”, “нейтральності (ендогенності) грошей)”, а також виділений у дисертаційній роботі ефект “пастки процентної політики” мають важливе значення для розуміння глибинних процесів, які визначають рівновагу грошово-кредитного ринку. На нашу думку, не доцільно приймати за основу погляд на гроші як на абсолютно ендегенну характеристику системи економічних відносин. Необхідно говорити про певний рівень нейтральності грошей, який залежить від конкретних умов функціонування тієї чи іншої національної економічної системи та від монетарної політики центрального банку країни. Концепція “пастки ліквідності” та ефект “пастки процентної політики” є взаємопов'язаними, однак концепція “пастки ліквідності” використовується переважно у теоретичних моделях, а виділений ефект “пастки процентної політики” має суто практичне значення для аналізу монетарної



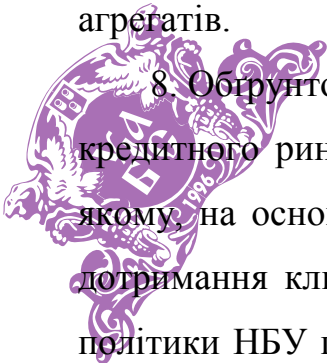
політики центральних банків. Необхідно підкреслити, що країни, які розвиваються, зокрема Україна, мають достатній резерв ефективності процентної політики, за умови налагодження якісного функціонування процентного каналу трансмісійного механізму.

6. За результатами порівняльного аналізу визначено, що детермінанти рівня та динаміки попиту на гроші та на кредит є подібними, однак напрямок їх впливу та еластичність реакції можуть не співпадати. Виходячи з цього, зроблено висновок про необґрунтованість гіпотези щодо тотожності попиту на гроші та на кредит. У результаті синтезу існуючих теоретичних підходів, з урахуванням постулатів сучасної парадигми нелінійності протікання економічних процесів, запропоновано авторське бачення механізму консолідації попиту на гроші та на кредит у процесі досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку. Встановлено, що пропозиція грошей визначається сукупно: діями центрального банку, рішеннями комерційних банків у сфері управління активами та пасивами, рішеннями небанківських економічних агентів з приводу формування структури портфелю, а також попитом на банківські кредити.

7. Доведено, що можливості центрального банку щодо прогнозування та контролю структури та динаміки грошової маси є обмеженими, що робить таргетування процентних ставок більш дієвим інструментом досягнення рівноваги на грошово-кредитному ринку, ніж таргетування монетарних агрегатів.

8. Обґрунтовано авторське трактування змісту поняття “рівновага грошово-кредитного ринку”, як стану (з точки зору динаміки – траєкторії розвитку), в якому, на основі збалансування попиту та пропозиції грошей, забезпечується дотримання ключових монетарних пропорцій та досягаються цілі монетарної політики НБУ при одночасному формуванні монетарних імпульсів необхідних для підтримки сталого економічного зростання.

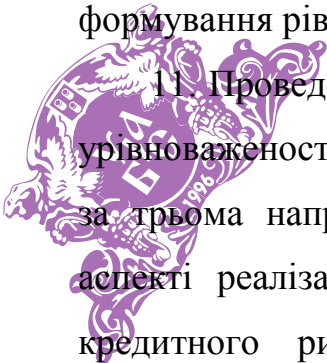
9. Розроблено теоретичну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку, яка включає два основні та один проміжний рівні, а також



рівень оцінки ефективності. У роботі ґрунтовно розглянуто ключові елементи даної системи у їх взаємозв'язку. Дана модель є концептуальною авторською оцінкою основних елементів системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку України та слугує теоретичною основою для розробки емпіричних підходів до формування рівноваги даного ринку.

10. У контексті вивчення методичних підходів до формування рівноваги грошово-кредитного ринку узагальнено світовий досвід застосування нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики провідними центральними банками протягом останньої світової фінансової кризи, а також у посткризовий період. Дані інструменти застосовуються для забезпечення додаткової підтримки економічній активності в умовах зниження ефективності традиційних інструментів, зокрема, досягнення ефективної нижньої межі індикативними процентними ставками центральних банків. Запропоновано розподіляти нетрадиційні інструменти монетарної політики за трьома групами. Першу групу таких інструментів становлять масштабні програми з викупу ринкових фінансових активів для надання додаткової ліквідності економіці. Друга група інструментів спрямована на удосконалення прогнозування тенденцій на грошовому ринку та оптимізації розкриття даної інформації для зовнішніх користувачів. До третьої групи можна віднести програми призначені для зміцнення кредитування приватного сектору. Зроблено висновок щодо доцільності застосування в Україні останніх двох груп інструментів для формування рівноважного стану національного грошово-кредитного ринку.

11. Проведено аналіз поточних тенденцій, що істотно впливають на рівень урівноваженості грошово-кредитного ринку України. Даний аналіз проводився за трьома напрямками: дослідження ключових показників даного ринку в аспекті реалізації грошово-кредитної політики НБУ; аналіз ролі грошово-кредитного ринку у забезпечення макроекономічних балансів; оцінка ефективності та стійкості банків другого рівня, як основних суб'єктів даного ринку. За результатами даного дослідження визначено позитивні та негативні тенденції розвитку грошово-кредитного ринку України. Зроблено висновок, що



не усі проблеми, пов'язані із забезпеченням рівноваги даного ринку, можна вирішити монетарними методами, які застосовує центральний банк. Вирішення більшості проблем можливе лише при здійсненні комплексних заходів у межах державної економічної політики. Дана теза набирає особливої актуальності в умовах розвитку політико-економічної кризи, яка спостерігається в Україні з кінця 2013 року.

12. Розроблено систему показників, які у сучасних реаліях функціонування економіки України найкращим чином апроксимують вплив основних детермінант попиту на гроші. Отримана система показників може бути використана при специфікації функції попиту на гроші в Україні в явному вигляді. За результатами аналізу головних компонент, у межах запропонованої системи показників, виділено два приховані домінантні фактори, які у сукупності пояснюють 95,60 % загальної дисперсії. Визначено, що транзакційний мотив більшою мірою обумовлює попит на гроші в Україні, ніж інші мотиви, оскільки пояснює 53,23 % дисперсії.

13. Запропоновано підхід до розрахунку показника реального загального обсягу транзакцій (RTVT). Обґрунтованість запропонованого підходу емпірично підтверджена наявністю статистично значимого зв'язку між реальними грошовими агрегатами та складовими зазначеного показника, а також і з самим показником RTVT в Україні у 2003 – 2013 роках. За результатами удосконалення підходу до розрахунку показника RTVT, синтезовано уточнений показник економічної активності REAFa, який на сучасному етапі розвитку економіки України, за результатами більшості статистичних тестів, домінує за якістю над традиційними показниками економічної активності та показником реального загального обсягу транзакцій.

14. Розроблено науково-методичний підхід до формування процентного монетарного правила для економіки України. На основі квартальних даних за 2004 – 2013 роки проаналізовано, із використанням багатофакторних регресійних моделей, взаємозв'язки між параметрами спред-скоригованого правила Тейлора. Встановлено, що найбільш істотний прямий вплив на ставки

за операціями рефінансування, протягом досліджуваного періоду, здійснювали облікова ставка та інфляція. Фактор “розрив ВВП” значимо не впливав на процентні ставки Національного банку. Використання лідів (відображають очікування економічних агентів) та лагів (відображають інерційність впливу факторних ознак на результативну) на економічно обґрунтованих інтервалах не призведе до покращення статичної значущості наведених вище багатофакторних регресійних моделей.

15. Обґрунтовано методичні підходи до моделювання оптимальної траєкторії основної ставки Національного банку України. Отримана модель дозволяє провести ретроспективну оцінку ефективності застосування процентних інструментів центрального банку. Аналіз отриманих оптимальних траєкторій свідчить, про можливість використання запропонованого спред-скоригованого правила Тейлора для економіки України з метою попередження негативних наслідків впливу різноманітних шоків на макроекономічну стабільність та рівновагу грошового ринку. Однак, дане правило може повноцінно застосовуватись лише за умови реального впровадження режиму інфляційного таргетування. Крім того, з метою випереджального застосування процентних важелів монетарної політики для коригування макроекономічних дисбалансів дане правило повинно формуватись на основі прогнозних значень показників, що входять до його складу.

16. Узагальнено та критично проаналізовано заходи Національного банку України щодо реформування регулювання діяльності суб'єктів грошово-кредитного ринку, які здійснювались протягом першої половини 2014 року та спрямовувались на реалізацію ключових положень Меморандуму МВФ. За результатами аналізу встановлено, що практично усі заходи прямо або опосередковано були спрямовані на удосконалення валютної та процентної політики НБУ. Зокрема, реформування валютної політики передбачало лібералізацію регулювання валютного ринку з одночасним посиленням контролю за спекулятивними валютними операціями. Дані заходи спрямовувались на вирівнювання макроекономічних дисбалансів та

формування адекватних механізмів нівелювання зовнішніх шоків, які формувались у валютному сегменті грошово-кредитного ринку та були перманентним джерелом порушення його рівноважного стану. Також Національний банк підвищив гнучкість у регулюванні ліквідності, що сприятиме розширенню інструментарію банків для урівноваження попиту та пропозиції на грошові кошти як у межах окремих банків, так і в агрегованому вигляді (через механізм міжбанківського кредитування) у межах банківської системи в цілому.

17. Запропоновано емпіричну модель системи формування рівноваги грошово-кредитного ринку. Дана модель передбачає врахування найбільш ймовірних сценаріїв розвитку економічної ситуації, а також ґрунтується на авторських пропозиціях щодо удосконалення методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку. Логіку процесу формування методичних підходів до управління рівновагою грошово-кредитного ринку в емпіричній моделі розкрито в аспекті збалансування грошової пропозиції та попиту на гроші.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Фельдерер, Б. Макроекономіка і нова макроекономіка: підручник / Бернард Фельдерер, Штефман Хомбург, пер. з нім. О. Буровнікової, А. Степаненка, К. Валусева. – К. : Либідь. – Нічлава, 1998. – 464 с.
2. Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 608 с.
3. Большая энциклопедия: в 62 томах. Т. 40. – М. : ТЕРРА, 2006 – 592 с.
4. Экономическая энциклопедия / науч. ред. совет изд-ва «Экономика»; Ин-т экон. РАН; Гл. ред. Абалкин. – М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1999. – 1055 с.
5. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь : Словарь современной экономической науки. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело, 2003.
6. Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : «ИНФРА-М», 2004. – 480 с.
7. Бизнес. Толковый словарь / Г. Бетс, Б. Брайндли, С. Уильямс и др. ; общая редакция: д.э.н. Осадчая И.М. . – М. : «ИНФРА-М», Издательство «Весь Мир», 1998.
8. Самуельсон, П. Э. Экономика : учеб. пособ. ; пер. с англ. / П. Э. Самуельсон, В. Д. Нордхаус. – 16-е изд. – М. : Вильямс, 2000. – 688 с.
9. Базилінська, О.Я. Мікроекономіка : навчальний посібник / О. Я. Базилінська, О.В. Мініна, за ред. О. Я. Базилінської – 3-тє вид. випр. – К. : «Центр учбової літератури», 2009. – 352 с.
10. Чаплыгин, В. Г. Устойчивость и равновесие, кооперация и координация в глобальном пространстве: Дж. Нэш versus Г. Штакельберг / В. Г. Чаплыгин // Известия Томского политехнического университета. – 2004. – Т. 307. – № 2.
11. Экономическая теория / под ред. В. Д. Камаева. – 10-е изд., перераб. и доп. – М. : ВЛАДОС, 2003. – 592 с.
12. Клебанова, Т. С. Моделирование экономической динамики : учебное пособие / Т. С. Клебанова и др. ; Харьковський нац. екон. ун-т. – Х. : ИНЖЭК, 2005. – 244 с.
13. Гавриш, В. П. Макроекономіка. Основні моделі та залежності: навч. посібник для студ. екон. спец. – Хмельницький: ХДУ, 2003. – 238 с.
14. Большая Советская Энциклопедия : в 30 т. / гл. ред. А. М. Прохоров. – изд. 3-е. – М. : Советская энциклопедия, 1975 г. – Т. 21.
15. Чіркова, І. Дослідження сутності поняття «Економічна рівновага» [Електронний ресурс] / І. Чіркова. – Режим доступу : <http://investycii.org/investuvanya/konferentsiji/problemy-formuvanya-ta-rozvytku-inovatsijnoji-infrastruktury/doslidzhenya-sutnosti-ponyatyua-ekonomichna-rivnovaha.html>
16. Гальперин, В. М. Микроэкономика : в 2-х т. / В. М. Гальперин, С. М. Игнатьев, В. И. Моргунов; под общ. ред. В. М. Гальперина. – СП-б. : Экономическая школа. – 1999. – Т 1. – 349 с.

17. Нуреев, Р. М. Курс микроэкономики : учебник для вузов / Р. М. Нуреев. – 2-е изд., изм. – М. : НОРМА, 2005. – 562 с.
18. Савченко, А. Г. Макроекономіка: підручник / А.Г. Савченко. – К.: КНЕУ, 2005. – 441 с.
19. Косік, А.Ф. Мікроекономіка : навчальний посібник / А. Ф. Косік, Г. Е. Гронтковська. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 416 с. – ISBN 966-8568-56-7.
20. Мікроекономіка : навчально-методичний посібник / [уклад.: Т. І. Гончарук, Л. В. Лощина, Т. О. Семененко] ; Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009 – 160 с.
21. Экономика. Толковый словарь / Дж. Блэк. ; общая редакция: д.э.н. Осадчая И.М. – М. : «ИНФРА-М», Издательство «Весь Мир», 2000.
22. Саймон, Г. Рациональность как процесс и продукт мышления [Электронный ресурс] / Г. Саймон. – Режим доступа : http://ecsosman.hse.ru/data/629/779/1217/3_1_2simon.pdf
23. Саймон, Г. Теория принятия решений в экономической теории и науке о поведении. Теория фирмы / Г. Саймон. –СПб. : Экономическая школа, 1995. – С 54-72.
24. Михеева, С. А. Рациональность и экономическое поведение: междисциплинарный подход [Электронный ресурс] / С.А. Михеева,. – Режим доступа : <https://sites.google.com/site/konfer/Home/1-sekcia/miheeva>
25. Найт, Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль (Risk, Uncertainty and Profit) / Ф.Х. Найт. – М. : Дело, 2003. – 360 с.
26. Dixon, H. Equilibrium and Explanation / H. Dixon // Creedy, J. The Foundations of Economic Thought, Blackwells, 1990. – chapter 13. – pp.356-394.
27. Калинин, Э. Рациональность и экономическая теория [Электронный ресурс] / Э. Калинин, Е. Чиркова. – Режим доступа : <http://www.elelachirkova.com/files/Rationality.PDF>
28. Spence, M. Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Processes / M. Spence. – Cambridge, Harvard University Press, 1974.
29. Мишкін, Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Мишкін Ф.С.; пер. з англ. В.М. Масляніков. - К.: Основи, 1998. – 963 с. – Бібліогр.: с. 958 – 962.
30. Савченко Т.Г. Банківська система у формуванні та підтриманні рівноважних станів в економіці [Текст] : монографія / Т. Г. Савченко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 368 с.
31. Щетинін, А.І. Гроші та кредит: підручник / А.І. Щетинін; видання 39те, перероблене та доповнене. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
32. Гальчинський, А.С. Теорія грошей : навч.- метод. посіб. / А.С. Гальчинський. – К : Основи, 1998. –160 с.
33. Гроші та кредит: підручник / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2001. – 604 с.
34. Общая теория денег и кредита : учебник / под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи : ЮНИТИ, 1998. – 529 с.

35. Боди З. Финансы: учеб. пособ. / пер. с англ. / З. Боди, Р. Мертон – М. : изд. дом. «Вильямс». – 2007. – 592 с.
36. Sharpe, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk / W. F. Sharpe // Finance, 1964. – №19. – pp 425-442.
37. Пшик Б.І. Інфраструктура грошового ринку: теоретичні засади дослідження / Б.І. Пшик, Т.М. Неклюдова // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2014. – № 2 (20). – С. 9–12.
38. Энциклопедический словарь : репринтное воспроизведение издания 1890 г. / Ф. А. Брокгауз, И. А. Ефрон. – М. : ТЕРРА, 1992. – Т. 51.
39. Пшик Б.І. Сучасні проблеми забезпечення фінансової стабільності в Україні / Б.І. Пшик // Формування ринкової економіки в Україні : [зб. наук. пр.] – 2014. – Вип. 31. – Ч. 2. – с. 207 – 215.
40. Доунс Дж., Гудман Дж. Эллиот Финансово-инвестиционный словарь. / Пер. 4-го перераб. И доп. Англ. Изд. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
41. Mishkin, Frederic The Economics of Money, Banking and Financial Markets– 6th ed. : New York: Mc Graw-Hill, Inc, 2001.
42. Ritter, Lawrence, Silber, William, Udell, Gregory Principles of Money, Banking, and inancial Markets. New York: Mc Graw-Hill, Inc, 2000.
43. Johnson, Hazel Financial institutions and markets. A global perspective New York: Irwin, Inc, 1993.
44. Hubbard, R. Glenn Money the financial system, and the economy – 4th ed.: Person Education, Inc, 2001.
45. Енциклопедія банківської справи України / Редкол. В.С. Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
46. Маконнелл К.Р., Брю С.Л. Аналітична економіка: принципи, проблеми і політика. Макроекономіка. Львів: просвіта, 1997. – 671 с.
47. Большой экономический словарь/ Под. Ред. А.Н. Азрилияна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 1248 с.
48. Борисов А.Б. Большой экономический словарь. Издание 2-е перераб. и доп. – М.: Книжный мир, 2007.– 860 с.
49. Кузьмак О. М. Забезпечення стійкості банківської системи шляхом рефінансування / О. М. Кузьмак // Наукові записки [Національного університету "Острозька академія"]. Сер.: Економіка, 2010. Вип. 13.–С.287-294
50. Rose, Peter Money and Capital Markets – 8th ed.: New York: Mc Graw-Hill, Inc, 2003.
51. Арбузов С.Г. Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України / С.Г. Арбузов, О. А. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2012. – №6. – С.3-8
52. Арбузов С.Г. Банківська енциклопедія / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України : Знання, 2011. – 504 с.
53. Про процентну політику Національного банку України: положення, затверджене постановою Правління НБУ від 18.08.2004 р. № 389 // <http://zakon1.rada.gov.ua>
54. Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України: положення, затверджене постановою Правління НБУ від 30.04.2009 р. № 259 // <http://zakon1.rada.gov.ua>

55. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку: постанова Правління НБУ від 20.06.2013 р. № 241 // <http://zakon1.rada.gov.ua>

56. Савченко Т.Г., Піонтковська Я.А. Структура та інструменти грошово-кредитного ринку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Вип. 37. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С.169-180.

57. Кузьмак О.М. Рефінансування як дієвий інструмент грошово-кредитного ринку України / О.М. Кузьмак // Інноваційна економіка. – 2014. – № 3. – С. 193-195.

58. Загородній А.Г. Фінансово-економічний словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк – 3-тє вид., доп. та перероб. – Львів: 2011, – 844 с.

59. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.99 № 679-XIV. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

60. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>

61. Бюлетень Національного банку України / Щомісячне аналітично-статистичне видання НБУ. - № 9 (246) - 2013

62. Правила організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України [Електронний ресурс] : затверджені постановою Правління НБУ від 19.03.2003 № 124. – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

63. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике — Вашингтон, США: Международный Валютный Фонд, © 2000 год. ix, 157 стр.

64. Попов В.Ю. Монетарна політика в реаліях української економіки / В.Ю. Попов // Фінанси України. – 2008. – № 12 – С. 66-76.

65. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: кредитний та процентний канали / А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10 – С. 24-32.

66. Пшик Б.І. Фінансово-кредитні відносини в Україні: проблеми становлення, перспективи розвитку, напрями вдосконалення: монографія / Б.І. Пшик. – Інститут регіональних досліджень НАН України. – К.: УБС НБУ, 2011. – 530 с. – 23 д.а.

67. Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, УАБС НБУ, 2010. – 96 с.

68. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

69. Заруцька О. Рівновага залучених та розміщених банківських ресурсів як необхідна умова стабільного розвитку / О. Заруцька // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 4 – С. 20-27.

70. Петрик О., Шоломоцький Ю. Динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги: сутність, досвід використання в центральних банках / О. Петрик, Ю. Шоломоцький // Банківська справа. – 2007. – № 4. – С. 43–49.

71. Johnson Lewis. Inflationary Expectations and Momentary Equilibrium / Lewis Johnson // American Economic Review. – 1976. – June. – P. 395–400.

72. Дорнбуш Р. Макроекономіка : підручник ; пер. з англ. / Р. Дорнбуш, С. Фішер. – К. : Основи, 1996. – 814 с.

73. Сакс Дж. Д. Макроэкономика. Глобальный подход / Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен ; пер. с англ. – М. : Дело, 1996. – 848 с.

74. Селищев А. С. Макроэкономика: Открытая экономика. Причины экономического роста. Динамика рынков : учебник / А. С. Селищев ; ред. Е. Строганова. – 3-е изд. – СПб. : Питер, 2005. – 464 с.

75. Міщенко В. І. Особливості формування попиту на гроші в умовах недосконалої конкуренції / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Монетарна політика в умовах економічного зростання матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – 172 с.

76. Чистякова Ф.Г. Денежный рынок в переходной экономике России / Ф.Г. Чистякова // Финансы и кредит. – 2005. – № 36. – С. 35 – 45.

77. Агапова Т. А. Макроэкономика : учебник / Т. А. Агапова, С. Ф. Серегина / под общей редакцией проф., д-ра экон. наук А. В. Сидоровича. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова, Издательство “ДИС”, 1997. – 416 с.

78. Lawrence J. Christiano, Roberto Motto, Massimo Rostagno Two reasons why money and credit may be useful in monetary policy / The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century / fourth ECB central banking conference 9-10 November 2006 / European Central Bank, 2008 – P 28-55.

79. Малиш Н.А. Макроекономіка: Навч. посіб. 2-е вид. – К.: МАУП, 2004. – 184 с.

80. сайт компанії ФОРЕКС Україна
<http://www.forexua.com/ua/analytic/rates>

81. Петрик О. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України / О. Петрик, Ю. Половнєв // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 8–14.

82. База даних Світового банку / World Development Indicators & Global Development Finance <http://data.worldbank.org/data-catalog>[Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=2&id=4&hActiveDimensionId=WDI_Ctry

83. Синюченко М.І. Про нейтральність грошей [Текст] / Синюченко М. І. // 36. Наук. праць Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Українська академія банківської справи. Том 20. – Суми: 2007. – С. 171-179

84. Петрик О. Перспективи забезпечення цінової стабільності в Україні / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 6. – С. 3 – 6.

85. Синюченко М. І. Важны ли деньги для экономического роста? // Бизнес информ – 2010. – № 7 – С. 187 – 190

86. Міщенко С. Економіко-статистичний аналіз факторів монетизації економіки / С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – №1 – С. 31-33.

87. Keynes, J. M. The Treatise on Money / J. M. Keynes. - vol. 1. Reprinted as vol. V of Collected Writings, London: Macmillan for the Royal Economic Society, 1971. – 487 p.

88. Palley, T. I. The demand for money and non-GDP transactions / T. I. Palley // *Economic Letters*. – № 48. – 1995. – pp. 145-54.
89. Pollin, R. Asset Exchanges, Financial Market Trading and the M2 Income Velocity Puzzle / R. Pollin and H. Schaberg // *Journal of Post Keynesian Economics*. – 21(1). – 1998. – pp. 135-62.
90. Howells, P G. The demand for bank loans and the State of Trade / P G Howells, and K A Hussein // *Journal of Post Keynesian Economics*. – 1999. - № 21 (3). – P. 441-54.
91. Габбард, Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка: Підручник / Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с.
92. Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan, 1911.
93. Скоробогатов, А.С. Теория эндогенной денежной массы : спрос на деньги, финансовые инновации и деловой цикл / А.С.Скоробогатов, // *Terraeconomica* (Экономический вестник Ростовского государственного университета). – Том 7 № 1. – 2009. – С.43-50.
94. Синельникова-Мурылева, Е. В. Спрос на деньги: эволюция теоретических представлений и эмпирические исследования (на примере РФ) : дис. на соискание уч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 «Экономическая теория» / Синельникова-Мурылева Елена Владимировна. – Москва, 2012. – 222 с.
95. Choi, W. G. and S. Oh. A Money Demand Function with Output Uncertainty, Monetary Uncertainty, and Financial Innovations. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2003, Vol. 35(5), pp. 685–709, October.
96. Friedman, M. *The Quantity Theory of Money, a Restatement*, in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. M. Friedman, Chicago, Ill.: University of Chicago Press, 1956.
97. De Broeck M. Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economics, with Special Reference to the Baltics, Russia and other countries of the Former Soviet Union / M. De Broeck, K. Krajnyak, H. Lorie // *IMF Working Paper*. – 1997. - N 108.
98. Колодізев О. М. Гроші і кредит [Текст] : підручник / О. М. Колодізев, В. Ф. Колесніченко. - К. : Знання, 2010. - 615 с. : табл., рис. - (Харківському національному економічному університету 80 років)
99. Щетинін, А.І. Гроші та кредит: підручник / А.І. Щетинін; видання 39те, перероблене та доповнене. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
100. Allen, H. Innovations in Retail Payments: E-Payments/ H. Allen // *Bank of England Quarterly Bulletin*. – Winter. – 2003. – pp. 428-438.
101. Attanasio, O. P. The Demand for Money, Financial Innovation, and the Welfare Cost of Inflation: An Analysis with Household Data / O. P. Attanasio, L. Guiso and T. Jappelli // *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press. – vol. 110(2) . – 2002. – pp. 317–351.
102. Ball, L. Another Look at Long-Run Money Demand / L. Ball // *NBER Working Papers*. – 6597. – 1998. – 51 p.

103. Дробышевский С. [и др.]. Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999–2008 гг.; под ред. С. Г. Синельникова-Мурылева. Научные труды ИЭПП, №136Р. – М.: ИЭПП, 2010.

104. Goldfeld, S. M. The Demand for Money Revisited / S. M. Goldfeld, J. Duesenberry and W. Poole. // Brookings Papers on Economic Activity. –No. 3. – 1973. – pp. 577–646.

105. Fair, R. C. International Evidence on the Demand for Money / R. C. Fair // The Review of Economics and Statistics. – Vol. 69, No. 3. – 1987. – pp. 473–480.

106. Rochon, L-P. Central Banking and Post-Keynesian Economics / Rochon, L-P., S. Rossi // Review of Political Economy. – Volume 19, Number 4. – October 2007. – pp. 539–554.

107. Moore, B. J. Bank Lending and the Money Supply: the Case of the UK / B. J. Moore and A. Threadgold // Bank of England Discussion Paper. – no.10. – 1980. – 452 p.

108. Altunbas, Y. Bank risk and Monetary Policy / Y. Altunbas, L.Gambacorta and D. Marques-Ibanez // ECB Working Paper Series, July 2009. – No 1075. – 31 p.

109. Howells, P. G. The Demand for Endogenous Money: A Lesson in Institutional Change / P. G. Howells, 2007. – Access: <http://carecon.org.uk/DPs/0701.pdf>.

110. Laidler, D. The Buffer Stock Notion in Monetary Economics / D. Laidler // Conference Proceedings: Supplement to the Economic Journal. – vol. 94. – 1984. – pp.17-34.

111. Kaldor, N. How monetarism failed. / N. Kaldor // Challenge. – vol. 28 (2). – 1985. – pp. 4-13.

112. Goodhart, C. A. E. Whatever Became of the Monetary Aggregates? / C. A. E. Goodhart // National Institute Economic Review. – № 200. – 2007. – pp. 56-61.

113. Методологічний коментар [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51441>

114. Бурлачков, В.К. Денежная теория и динамичная экономика: выводы для России / В.К.Бурлачков. – М. : Эдиториал, 2003. – 352 с.

115. The Monetary Policy of the ECB [Electronic resource] / Frankfurt: ECB, 2004. – Access : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>

116. Howells, P. G. A. Money and Banking in a Realistic Macro-Model / P. G. A. Howells // Fontana, G. Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy / Fontana, G. and M. Setterfield (eds). – London: Palgrave, 2009. – pp. 169-87.

117. Holmes, A. Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth / A. Holmes // Controlling Monetary Aggregates. – Boston MA: Federal Reserve Bank of Boston, 1969. – pp. 65-77.

118. King, M. The transmission mechanism of monetary policy / M. King // Bank of England Quarterly Bulletin. – August. – 1994. – pp. 261-267.

119. Bekaert, G. Uncertainty and Monetary Policy / G. Bekaert, M. Hoerova and M. Lo Duca // ECB Working Paper Series, July 2013. – No 1565. – 40 p.

120. Gambacorta, L. The bank lending channel: lessons from the crisis / L.Gambacorta and D. Marques-Ibanez // BIS Working Papers, May 2011. – No 345. – 35 p.

121. Boughrara, A. Is there a bank lending channel of monetary policy in selected MENA countries? A comparative analysis / A. Boughrara and S. Ghazouani // Middle East Development Journal (MEDJ), 2010. – vol. 02, issue 02. – pp. 251-282.

122. Піонтковська Я.О. Концепція рівноваги як фундаментальний інструмент аналізу фінансових ринків / Я. О. Піонтковська // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. - Серія: Економічні науки. – 2013. – Вип. 37. – Ч. III. Том 1 – С.57-64.

123. Піонтковська Я.О. Глобалізаційні детермінанти розвитку національного грошового ринку / Я.О. Піонтковська // Стратегія розвитку України в умовах глобальної інтеграції: Матеріали VII міжнародної науково-практичної конференції (17– 21 грудня 2013р.), - Сімферополь КІБ, 2013. – С. 27-30.

124. Піонтковська Я.О. Роль грошово-кредитного ринку України у формуванні національної моделі економічного розвитку / Я.О. Піонтковська // Трансформація національних моделей економічного розвитку в умовах глобалізації: матеріали Міжнар. наук.-прак. конф. (Київ, 20– 22 листопада 2013 р.) – К.: Київ. нац. торг.-екон. у-т, 2013. – С. 110-111.

125. Піонтковська Я. О. Особливості прояву ризику втрати платоспроможності банку та управління ним у посткризових умовах / Я.О. Піонтковська, О.В. Абакуменко // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т.2 : Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.]. / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. - Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ". - 2012 - С. 195-201.

126. Federal Reserve Act. Section 2A. Monetary Policy Objectives. [Електронний ресурс] – Режим доступу: // <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>

127. What is an acceptable level of inflation? [Електронний ресурс] – Режим доступу: // http://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm

128. Бакиров Р., Гришан М. Банковское регулирование и финансовая стабильность / Р.Бакиров, М.Гришан // Российская программа экономических исследований, Май 2000.

129. William B. English, J. David Lopez-Salido, and Robert J. Tetlow The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy—Recent Changes and New Questions [Електронний ресурс] // 14th Jacques Polak Annual Research Conference. Washington, DC — November 7–8, 2013 — Режим доступу: // http://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm

130. Fama E. Banking in the theory of finance // Journal of Monetary Economics, Vol.6, n1 Jan 1980 - P.139–157.

131. Wallace Neil. A legal restriction theory of the demand for “money” and the role of monetary policy / Federal Reserve Bank of Minneapolis (1983) [Електронний ресурс] – Режим доступу: //

http://cid.bcrp.gob.pe/biblio/Papers/Documentos/Armas/A%20legal%20restrictions_Neil%20Wallace.pdf

132. White, Lawrence H. Free banking in Britain: Theory, experience, and debate, 1800-1845 / Cambridge University Press – 1984, 171 p.

133. George A. Selgin, Lawrence H. White The evolution of a free banking system // Economic Inquiry, Vol. 25, Issue 3, July 1987- P.439–457.

134. Arthur J. Rolnick, Warren E. Weber The causes of free bank failures: A detailed examination // Journal of Monetary Economics, Vol. 14, Issue 3, November 1984 – P. 267–291.

135. Rolnick, Arthur J.; Weber, Warren E. Inherent Instability in Banking: The Free Banking Experience // Cato Journal, Vol. 5, № 3, Winter 1986 – P. 877 – 893.

136. Rolnick, Arthur J.; Weber, Warren E. Money, inflation, and output under fiat and commodity standards // Journal of Political Economy / The University of Chicago Press, 1997 – P. 1308 – 1315.

137. William R. White The coming transformation of continental European banking / Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements / Working papers No.54/ Bank for International Settlements 1998 / [Електронний ресурс] — Режим доступу: // <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.1460&rep=rep1&type=pdf>

138. Douglas W. Diamond and Raghuram G. Rajan Liquidity Shortages and Banking Crises // The Journal of Finance / Vol. 60, Issue 2, April 2005 – P. 615–647.

139. Douglas W. Diamond Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy / Volume 54, Issue 1, June 2001 – P. 37–71.

140. Charles J. Jacklin. Market rate versus fixed rate demand deposits // Journal of Monetary Economics / Volume 32, Issue 2, November 1993 – P. 237–258.

141. V. V. Chari and Ravi Jagannathan Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium // The Journal of Finance Volume 43, Issue 3, July 1988 – P. 749–761.

142. James R. Barth, Gerard Caprio and Ross Levine. Rethinking bank regulation: Till angels govern Cambridge: Cambridge University Press, 2006, 428 p.

143. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot and Anjan V. Thakor The Economics of Bank Regulation // Journal of Money, Credit and Banking Vol. 30, No. 4, November, 1998 – P. 745-770.

144. Emmanuel Mamatzakisa, Antonios Kalyvas and Jenifer Piesse. Regulations, Economic Freedom and Bank Performance: Evidence from the EU-10 Economies / University of Sussex November 2013 — Режим доступу: // <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/51878>

145. Henry Penikas, W. Travis Selmier Does banking regulation cause counterproductive economic dynamics? / National Research University Higher School of Economics / Working papers series financial economics WP BRP 15/FE/2013 — Режим доступу: // <http://www.hse.ru/data/2013/07/24/1288662337/15FE2013.pdf>

146. Charles W. Calomiris, Gary Gorton The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation // Chapter pages in book: P. 109-174 -

University of Chicago Press. January 1991 — Режим доступу: // <http://www.nber.org/books/glen91-1>

147. Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff Banking crises an equal opportunity menace / NBER Working paper series, December 2008 Working Paper 14587 — Режим доступу: // <http://www.nber.org/papers/w14587>

148. Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, and Raghuram Rajan. The Real Effect of Banking Crises / IMF Working Paper March 2005 — Режим доступу: // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0563.pdf>

149. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб: закон України від 23.02.2012 року №4452-VI — Режим доступу: // <http://zakon1.rada.gov.ua>

150. Савченко Т.Г., Козьменко С.М., Шкільник І.О. Реформа національної системи гарантування вкладів: ключові положення та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. — 2012. — №6. — С.14-21.

151. James Gwartney, Robert Lawson, and Joshua Hall. Economic Freedom of the World: 2013 Annual Report / Fraser Institute 2013 — Режим доступу: // www.fraserinstitute.org

152. Геєць В.М. Економічна динаміка та монетарна політика // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. Матеріали науково-практичної конференції. — К., 2002 — 270 с.

153. Дунаев Б. Государственное регулирование банковского равновесия // Финансовые риски - 2008. - №3-4 — С. 69-78.

154. Міщенко В.І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи: / В.І. Міщенко, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко — К.: Центр наукових досліджень НБУ, УАБС НБУ, 2010. — 96 с.

155. Офіційний сайт Міжнародного Валютного Фонду / Індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій України [Електронний ресурс] // <http://fsi.imf.org/CountryPage.aspx?CtyId=926>

156. Савченко Т.Г. Генезис теорій економічної рівноваги [Текст] // Економіка і регіон. — 2010. — №1. — С.198-206

157. Савченко Т.Г. Економічна рівновага: сутність та класифікація [Текст] // Економіка і регіон. — 2010. — №2. — С.106-115.

158. Ukraine: letter of intent and memorandum of economic and financial policies [Електронний ресурс] // <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>

159. Грошово-кредитна статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44579.

160. Макроекономічні показники [Електронний ресурс] / Національний банк України. — Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57896.

161. Валовий внутрішній продукт (у фактичних цінах) [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. — Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2003/vvp/vvp_kv/vvp_kv_u/arh_vvp_kv.html

162. Малкина, М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) // Финансы и кредит, 2010. – № 30 (414). – С. 2-10.

163. Столбов М.И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М.И. Столбов. – М. : Научная книга. – 208 с. – (Россия в мировой экономике)

164. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. A New Database on Financial Development and Structure. World Bank Economic Review. – 2000. – № 14. – pp. 597-605.

165. Rogoff, K. Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes / K. Rogoff // Economic Policy. – 1998. – №4 (April). – pp. 263–303.

166. Офіційний сайт міністерства економічного розвитку і торгівлі України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.me.gov.ua.

167. Річна звітність [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – Режим доступу : www.nssmc.gov.ua/activities/annual.

168. Прилипко, Ю.І. Методичні рекомендації щодо інтегральної оцінки обсягів тіньової економіки / Ю.І. Прилипко, Л. Мусіна, Т. Кваша // Економіка України. – 2005. – № 6. – С. 37.

169. Огреба, С. В. Статистичне оцінювання масштабів тіньової економіки України / С. В. Огреба // Прикладна статистика: проблеми теорії та практики. Зб. наук. пр. – 2010. – Вип. 6. – С. 353–359.

170. Тіньова економіка в Україні: масштаби та напрями подолання: аналіт. доп. / Т. А. Тищук, Ю. М. Харазішвілі, О. В. Іванов; за заг. ред. Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2011. – 96 с.

171. Лейфура, М. В. Основні методики оцінки рівня тіньової економіки та її динаміка в Україні // Економіка. Управління. Інновації. – 2013. – Випуск № 2 (10). – 12 с.

172. Тіньова економіка в Україні [Електронний ресурс] / Вікіпедія. – Режим доступу : http://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%A2%D1%96%D0%BD%D1%8C%D0%BE%D0%B2%D0%B0_%D0%B5%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D1%96%D0%BA%D0%B0_%D0%B2_%D0%A3%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%97%D0%BD%D1%96.

173. Ціни і тарифи [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/cit.htm

174. Marquis, M. H. Cash management and the demand for money by firms / M. H. Marquis, W. E. Witte // Journal of Macroeconomics. – 1989. – Vol. 11(3). – pp. 333–350.

175. Процентні ставки [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.

176. Вымятина, Ю. Механизмы денежной трансмиссии и денежно-кредитная политика Банка России / Ю. Вымятина // Финансы и бизнес. – 2006. – №2. – С. 19-35.

177. Основні тенденції валютного ринку [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58039

178. Al-Laham, M. Development of Electronic Money and Its Impact on the Central Bank Role and Monetary Policy / M. Al-Laham, H. Al-Tarawneh and N. Abdallat // Issues in Informing Science and Information Technology. – 2009. – Vol. 6. – pp. 340-349.

179. Піонтковська Я. О. Поточні тенденції урівноваження грошово-кредитного ринку України / Я. О. Піонтковська // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – №1(34). – С. 45-53.

180. Піонтковська Я.О. Формування системи управління рівновагою грошово-кредитного ринку України / Я. О. Піонтковська // Економіка, фінанси, право. – 2014 - №8. - С. 14-19 .

181. Піонтковська Я.О. Показник стійкості банків у структурі індексу глобальної конкурентоспроможності / М.М. Гузь, Я.О. Піонтковська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8-9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2012. - С. 52-54.

182. Піонтковська Я.О. Актуальні тенденції урівноваження грошово-кредитного ринку України / Я.О. Піонтковська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей XVI Всеукраїнської науково-практичної конференції (24-25 жовтня 2013 р.) / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2013. – С. 34-36.

183. Taylor, John B. 1993. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39:195-214.

184. Taylor, John B. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies // Conference, "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience," November 14-15, 2000, at the Bank of Mexico, December 2000

185. Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler. 1998. Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory. NBER Working Paper no. 6442. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

186. Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler. 1998. Monetary policy rules in practice: Some international evidence. European Economic Review 42: 1033-67.

187. Amos Peters. Exchange rate targeting in an estimated small open economy // University of North Carolina at Chapel Hill, April 21, 2009

188. Côté Denise, Lam Jean-Paul, Liu Ying, and St-Amant Pierre. The Role of Simple Rules in the Conduct of Canadian Monetary Policy / Department of Monetary and Financial Analysis // Bank of Canada review, summer 2002.

189. Vasco Curdia and Michael Woodford Credit Spreads and Monetary Policy //NBER Working Paper No. 15289, August 2009.

190. Ukraine: letter of intent and memorandum of economic and financial policies Kyiv, April 22, 2014 [Електронний ресурс] // <http://www.imf.org/External/NP/LOI/2014/UKR/042214.pdf> .

191. Savchenko T. Development of an explicit rule of monetary policy for the economy of Ukraine / S. Kozmenko, T. Savchenko // Investment Management and Financial Innovations International Research Journal. – 2013. – № 1. – P. 8–19.

192. McCallum, Bennett T. (1988), “Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy,” Carnegie Rochester Conference on Public Policy, 29: 173-203.

193. McCallum, B.T., Nelson E. Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural Model// University of Chicago Press, January 1999// <http://www.nber.org/chapters/c7413>

194. Моисеев, С. Р. Правила денежно - кредитной политики/ С. Р. Моисеев //Финансы и кредит. - 2002. - N 16. - С.37-47

195. Orphanides A. Taylor Rules // Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., January 2007

196. Martin, C. and Milas, C. Financial Stability and Monetary Policy. // Working Paper. Department of Economics, University of Bath, Bath, U. K.. – 2010: <http://www.bath.ac.uk/economics/research/working-papers>

197. Taylor, John B. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong// Stanford University, November 2008

198. Taylor, John B. (2009). "Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis," Hoover Institution Press. ISBN 0817949712

199. Taylor, John B. Monetary Policy and the State of the Economy // Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, February 26, 2008

200. Taylor, John B. The Costs and Benefits of Deviating from the Systematic Component of Monetary Policy // Keynote Address at the Federal Reserve Bank of San Francisco Conference on "Monetary Policy and Asset Markets", February 22, 2008.

201. Nicholas Apergis, Efrosini Alevizopoulou Credit Frictions and the Bank Lending Channel: Evidence from a Group of European Banks // Journal of Finance & Economics. – 2013 – Volume 1, Issue 2. – P. 1 – 13.

202. Hyeongwoo Kim. Hodrick-Prescott Filter. March 12, 2004.

203. Eduardo Ley. The Hodrick-Prescott Filter. Knowledge Brief for Bank Staff. / The World Bank. December 17, 2006

204. <http://www.ukrstat.gov.ua/> [Електронний ресурс] – сайт Державної служби статистики України

205. Taylor, John B. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules [Text] // University of Chicago Press, January 1999 [Електронний ресурс] // <http://www.nber.org/chapters/c7419>

206. Юрій Половн'юв, Ніколайчук Сергій. Оцінка циклів ділової активності української економіки [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 8. – С.4-8.

207. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 19 вересня 2013 року № 371 [Електронний ресурс] : постанова Правління НБУ від 08.08.2014 № 480 – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

208. Про внесення зміни до Правил резервування коштів за залученими уповноваженим банком депозитами і кредитами (позиками) в іноземній валюті від нерезидентів [Електронний ресурс]: постанова Правління НБУ від 08.08.2014 № 419 – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

209. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України [Електронний ресурс]: постанова Правління НБУ від 15.07.2014 № 423 – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua..>

210. Про затвердження Змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України [Електронний ресурс]: постанова Правління НБУ від 30 квітня 2014 року № 248 – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

211. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України [Електронний ресурс]: постанова Правління НБУ від 16.06.2014 № 360 – Режим доступу : // <http://zakon1.rada.gov.ua>.

212. Про внесення змін до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів: постанова Правління НБУ №375 від 31.03.2014 [Електронний ресурс] // <http://zakon1.rada.gov.ua>

213. В. Козюк Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2003. – №7. – С. 19-24

214. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік [Текст]: [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7466694>

215. Прогнозування фінансових ринків: сучасні концепції та нові підходи: монографія / О.Л. Пластун. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2014. – 401 с.

216. Піонтковська Я.О. Консолідація попиту на гроші та кредит у процесі формування рівноваги грошово-кредитного ринку [Електронне видання] / Я. О. Піонтковська // Ефективна економіка. – 2014 – №7.– Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3193&p=1>.

217. Піонтковська Я.О. Концептуальні засади управління рівновагою грошово-кредитного ринку / Я.О. Піонтковська // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем: збірник тез XIV Міжнародної науково-практичної конференції (26-27 березня 2014 р.) - Львів ЛІБС, 2014. – С. 287-288. (0,12 друк. арк.).

218. Kozmenko Serhiy. Development and application of the monetary rule for the base interest rate of the National Bank of Ukraine / Serhiy Kozmenko, Taras Savchenko, Yanina Piontkovska // Banks and Bank Systems – Volume 9, Issue 3 – 2014 – pp. 50-58.

219. Піонтковська Я.О. Фактори монетарного впливу на формування рівноваги грошово-кредитного ринку. / Я.О. Піонтковська // Ринкові економічні механізми сталого розвитку: інноваційне та фінансове забезпечення: матеріали Міжнар. наук.-прак. конф. 9-10 травня 2014 р. // Національний гірничий університет. – Дніпропетровськ: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 177-179.

220. Піонтковська Я. О. Деякі аспекти стійкості банківської системи України / Я. О. Піонтковська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – 2003 - Т. 8. - С. 48-52.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1 – Основні види економічної рівноваги

№	Ознака	Види рівноваги	Визначення сутності
1.	За охопленням ринків	Часткова	Рівновага, що формується на окремому ринку (ринку кінцевих продуктів, ринку факторів виробництва (праці і капіталу), фінансовому ринку)
		Загальна	Рівновага, що виникає в результаті взаємодії всіх ринків, коли зміна попиту або пропозиції на одному ринку впливає на рівноважні ціни й обсяги продажів на всіх ринках
2.	За рівнем економічної системи	Мікроекономічна	Рівновага економічних агентів, якими є фірми (виробники благ) і домогосподарства (споживачі благ, постачальники трудових послуг).
		Макроекономічна	Відповідність між обсягами та структурою попиту та пропозиції в масштабах окремої країни
		Мегаекономічна	Відповідність між обсягами та структурою попиту та пропозиції на світових ринках
3.	За урахуванням фактору часу	Статична	Не враховує фактору часу – розглядається як певний момент збалансованості, абсолютної стабільності економічних змінних
		Динамічна	Враховує фактору часу – розглядається, наприклад, як стійка траєкторія розвитку системи з відносно стабільними значеннями економічних змінних
4.	За характером стійкості до впливу зовнішнього середовища	Абсолютно стійка	Значення економічної змінної повертається до початкового рівноважного після його відхилення внаслідок дії зовнішніх сил
		Відносно стійка	Економічна змінна після відхилення набуває нового рівноважного значення, яке незначно відрізняється від початкового
5.	За наявністю порогові значення	Локально стійка	Досягається лише в певних межах коливання ціни
		Глобально стійка	Встановлюється при будь-яких відхиленнях цін від рівноважної ціни
6.	За кількістю можливих рівноважних станів	Унікальна	Єдиний можливий рівноважний стан з відповідними унікальними значеннями економічних змінних
		Множинна	Існування декількох наборів рівноважних значень економічних змінних (які, наприклад, задовольняють порогу мінімальної достатності)
7.	За силою припущень моделі	Ідеальна	Виходить з передумов досконалої конкуренції і відсутності дефектів ринку
		Реальна	Враховує існування дефектів ринку
8.	Залежно від цілей дослідження	Позитивна	Відображення економічних явищ і процесів, що відбуваються об'єктивно
		Нормативна	Значення економічних змінних закріплені у законодавстві як орієнтири проведення економічної політики

Додаток Б

Таблиця Б.1 – Основні фактори попиту на гроші, що розглядаються в економічній теорії

№	Джерело	Фактори
1	2	3
1.	Алексеев І.В.	1) рівень цін (інфляції); 2) реальні доходи; 3) норма процента
2.	Вален Е.Л.	1) витрати неліквідності; 2) альтернативні витрати зберігання грошей виходячи з обережності; 3) середня сума і волатильність доходів і витрат.
3.	Габбард Р.Г.	1) реальний дохід; 2) зміни швидкості обігу грошей; 3) фінансові інновації; 4) зміни у процентних ставках; 5) рішення про вибір фінансового портфеля (залежно від змін в очікуваній віддачі на гроші, ризику, ліквідності чи інформаційних витратах); 6) дохід і багатство.
4.	Іванов В.М.	1) зміни у швидкості обігу грошей; 2) реальний обсяг виробництва; 3) рівень цін; 4) рівень багатства; 5) інфляція; 6) вплив економічних прогнозів.
5.	Коваленко І. Д.	1) абсолютний рівень цін; 2) рівень реального доходу; 3) швидкість обігу грошей
6.	Колодізев О.М.	1) зміна обсягу виробництва (національного доходу); 2) зміна абсолютного рівня цін; 3) зміна реального обсягу виробництва; 4) швидкість грошей; 5) норма очікуваного доходу; 6) обсяг багатства.
7.	Мамалуй О.О.	1) процент; 2) багатство індивідів; 3) очікування змін у господарській кон'юктурі; 4) рівень інфляції.
8.	Михайловська Г.М.	1) зміна обсягів виробництва (визначається динамікою рівня цін та рівня реального обсягу виробництва); 2) норма процента; 3) чинник накопичення багатства; 4) чинник інфляції.

1	2	3
9.	Мішкін Ф.С.	1) дохід; 2) рівень цін. 3) сума ресурсів, що доступні для індивідів, тобто багатство (майно); 4) сподіваний дохід на один актив відносно сподіваного доходу на альтернативні активи; 5) ступінь невизначеності або ризику, що пов'язаний з доходом від цього активу стосовно альтернативних активів; 6) ліквідність одного активу стосовно альтернативних активів.
10.	Попов О.І.	1) абсолютний рівень цін; 2) рівень реального обсягу виробництва; 3) швидкість обігу грошей.
11.	Савлук М.І.	1) швидкість обігу грошей; 2) зміна обсягу національного доходу (ВВП); 3) динаміка рівня цін (інфляція); 4) рівень реального обсягу виробництва; 5) зміна норми процента; 6) накопичення багатства; 7) зміни в очікуваннях перспектив щодо кон'юнктури ринку
12.	Синельникова-Мурильова О.В.	1) реальний ВВП; 2) інфляція; 3) інновації у сфері грошових платежів.
13.	Тсянг С.К.	1) зміна очікуваного рівня витрат агента; 2) зміна ліквідності короткострокових активів; 3) екзогенне збільшення частки первинних вкладень у короткострокові активи; 4) зміни короткострокової ставки відсотка.
14.	Фрідман М.	1) багатство суспільства; 2) альтернативні витрати зберігання грошей та інших активів; 3) цілі й переваги агентів щодо зберігання свого багатства у вигляді різних активів.
15.	Чої В.Г., Ох С.	1) випуск; 2) процентні ставки; 3) невизначеність, пов'язана з випуском і грошима; 4) фінансові інновації.
16.	Щетинін А.І.	1) зростання норми доходу від збереження грошей 2) зростання цін; 3) зміна реальних доходів; 4) інфляція; 5) багатство




Додаток В

Нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики провідних іноземних центральних банків

<i>Банк Японії</i>		
Програма/об'єкт	Розмір програми	Опис програми
Програма придбання активів (ППА) (червень 2010 – грудень 2012).	Спочатку встановлено на рівні 35 трлн. ієн (7 % ВВП), поступово збільшено до 101 трлн. ієн (21 % ВВП).	ППА була частиною Комплексної програми пом'якшення грошово-кредитної політики, яка спрямована на скорочення терміну та премії за ризик. ППА охоплювала державні цінні папери, корпоративні облігації, комерційні папери, біржові фонди та інвестиційні трасти нерухомості. Покупки активів доповнювалися зобов'язанням підтримання нульових процентних ставок доки Банк Японії не вирішить, що динаміка цін у середньо- і довгостроковій перспективі буде стабільною і не перевищуватиме 1 %. Покупки були не стерилізовані, а погашені активи не були реінвестовані.
Кількісне і якісне пом'якшення грошово-кредитної політики (квітень 2013 року по теперішній час).	У річному вираженні грошова база збільшиться приблизно на 60-70 трлн ієн (13-15 % ВВП).	Ця програма встановлює дворічну часову межу для досягнення цільового рівня інфляції в 2 відсотки. Купівля державних облігацій була збільшена до 50 трлн. ієн на рік (з 20 трлн. ієн), середній термін погашення даних облігацій був продовжений до 7 років (з 3-х років і менше), розмір фонду біржових закупівель було подвоєно до 1 трлн. ієн, а розмір закупок іпотечного інвестиційного трасту було збільшено в три рази до 30 млрд. ієн на рік. Покупки були стерилізовані, і погашені активи не були реінвестовані.
Програма підтримки кредитування (червень 2010 – березень 2018).	5,5 трлн. ієн (1,24 % ВВП)	Програма підтримки кредитування – серія проектів для підтримки зусиль приватних фінансових інститутів у зміцненні основ економічного зростання. У рамках найбільшої ініціативи «Фінансування підтримки зростання» Банк Японії надає кредити фінансовим установам на строк до чотирьох років, при цьому передбачається, що ці кошти потім будуть використовуватися для фінансування інвестицій в задалегідь визначені сфери діяльності: медицина, догляд за хворими, навколишнє середовище, енергетика, сільське господарство, туризм, лісове господарство та рибальство.

<i>Європейський центральний банк</i>		
Програми прямої купівлі активів (різні програми, стерилізовані, розпочаті в липні 2009).	Програма ринку цінних паперів: 208,7 млрд. євро (2,25 % ВВП); Прямі грошові операції: необмежений обсяг, але ще не введені в дію; Програма купівлі облігацій: 76 млрд. євро (0,75 % ВВП).	Програма ринку цінних паперів: ЄЦБ придбав на суму 208,7 млрд. євро державних і приватних боргових цінних паперів в периферійній частині зони євро. Програма використовувалася з травня 2010 року по серпень 2012 року. Прямі грошові операції: програма була запущена в серпні 2012 року і дозволяє ЄЦБ придбати короткострокові суверенні борги країн Єврозони, які відносяться до сфери впливу відповідного механізму макроекономічного коригування Європейського фонду фінансової стабільності. Програма забезпеченої закупки облігацій: ЄЦБ придбав на суму 60 млрд. євро забезпечених облігацій з липня 2009 року по червень 2010 року під час виконання його першої програми і 16 млрд. євро (з максимуму в 40 млрд. євро) з листопада 2011 року по жовтень 2012 під час виконання своєї другої програми.
Довгострокові операції з рефінансування	Близько 11 % ВВП	У період з кінця 2009 до початку 2012 років, ЄЦБ провів серію не стерилізованих однорічних та трьохрічних довгострокових операцій з рефінансування на повній основі. На трирічні довгострокові операції з рефінансування в грудні 2011 року і лютому 2012 року виділено 489 млрд. євро (5.25% ВВП), та 530 млрд. євро (5,5% ВВП), відповідно.
Прогнозування базових процентних ставок центрального банку (розпочато публікування в липні 2013).		4 липня 2013, ЄЦБ зробив відповідну заяву, якою обґрунтовано очікування керівництва ЄЦБ, що ключові процентні ставки центрального банку залишаться на поточному або більш низькому рівні протягом тривалого періоду часу.
<i>Банк Англії</i>		
Програма придбання активів (березень 2009 по теперішній час).	375 млрд. фунтів стерлінгів (24 % ВВП).	Програма реалізує концепцію кількісного пом'якшення Банку Англії. Погашені активи реінвестуються для підтримки розміру програми
Надання ресурсів для кредитування (період надання позик: серпень 2012 року до січня 2015 року. Період їх повернення: протягом	80 млрд. фунтів стерлінгів (5 % ВВП) якщо всі банки беруть участь у програмі і зобов'язуються підтримувати існуючий рівень кредитування, необмежений якщо кредитування збільшується.	Фінансування операцій кредитування покликане мотивувати банки і будівельні товариства підвищувати обсяг наданих кредитів реальному сектору економіки у Великобританії. Це забезпечує фінансування банків і будівельних товариств протягом тривалого періоду за сприятливою ціною та у достатньому обсязі. З 1 серпня 2012 року по 31 січня 2014 року, банки-учасники мають можливість обміняти широкий спектр

чотирьох років з дати використання).	Станом на 31 березня 2013 року обсяг програми становив 16,5 млрд. фунтів стерлінгів, які були обміняні на банківські активи.	активів на 9-місячні казначейські векселі Великобританії.
Прогнозний документ (7 серпня 2013 по теперішній час)		<p>Банк Англії оголосив 7 серпня 2013 про свій намір "не підвищувати облікову ставку з поточного рівня 0,5% принаймні до того моменту, коли рівень безробіття не впаде до 7%, або коли інфляція перевищить її 2-% цільовий розмір більше ніж на 0,5%. Поки цільовий рівень безробіття не буде досягнуто монетарні органи влади не мають наміру зменшувати обсяг придбання активів, що фінансуються за рахунок резервів центрального банку і, відповідно до цього, мають намір реінвестувати гроші потоки, пов'язані з усіма погашеними (раніше придбаними у межах даних програм) цінними паперами. Даний підхід зазнає змін, якщо не будуть виправдовуватись наступні передумови:</p> <ul style="list-style-type: none"> – прогнозна інфляція споживчих цін перевищить її 2-% цільового розміру більш ніж на 0,5% протягом наступних 2-х років; – погіршаться середньострокові інфляційні очікування; – поточна грошово-кредитна політика являтиме серйозну загрозу для фінансової стабільності.
Федеральна резервна система США		
Прогнозний документ (з 2008 року по теперішній час)		Федеральна резервна система США у 2013 році мала на меті утримувати низький рівень ключових ставок доки рівень безробіття залишається вище 6% відсотків, а прогнозований рівень інфляції на наступні один-два роки не перевищуватиме 2 %-ї довгострокової цілі більше ніж на 0,5 %; а також довгострокові інфляційні очікування, як і раніше, повинні знаходитись на низькому рівні.
Масштабне придбання активів (з 2008 по теперішній час).	Спочатку встановлено в розмірі 400 млрд. доларів, потім збільшено до 600 млрд. доларів, поточна ж програма покупки не має фіксованого (очікуваного) розміру.	Комітет з відкритих ринків мав право вносити зміни до програми купівлі активів. На кінець 2013 року комітет зазначав, що дані операції будуть продовжуватися доки істотно не покращать умови на ринку праці при одночасному контролі за ціновою стабільністю. Важливим моментом є також визначення ефективності витрат, пов'язаних зі здійсненням додаткових придбань активів.

Додаток Г

Таблиця Г.1 – Динаміка складових показника загальних трансакцій (у номінальному вираженні) в Україні у 2003-2013 рр., млн. грн.

	ВВП у фактичних цінах	Тіньовий сектор	Проміжне споживання	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	Чистий експорт	Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	Загальний обсяг операцій з валютою	Обсяг торгів на ринку цінних паперів
I кв. 2003	52583	17826	69430	-1550	3712	9921	63523	36311
II кв. 2003	60798	20611	81557	-46	1904	12082	72244	40121
III кв. 2003	75812	25700	105215	4517	1104	15349	87663	45673
IV кв. 2003	78151	26493	107285	740	149	17972	101892	80874
I кв. 2004	66981	21329	94220	-2350	5682	11471	105991	73113
II кв. 2004	78607	25031	112633	-5706	9321	12966	115716	68092
III кв. 2004	99405	31653	146806	4806	8093	15340	136787	82294
IV кв. 2004	100120	31881	143283	-1633	3391	19155	153055	97781
I кв. 2005	84294	27287	123101	-1347	6401	18789	131520	74782
II кв. 2005	97499	31562	138241	-748	796	25962	127176	93233
III кв. 2005	119393	38649	174827	7286	-485	23617	143060	94502
IV кв. 2005	123555	39997	170860	-2455	-3015	24320	196809	141261
I кв. 2006	106348	32482	137078	1910	-5727	25735	145504	87312
II кв. 2006	126319	38581	158766	-4160	-2166	28749	159206	117473
III кв. 2006	152406	46549	202266	5494	859	29122	190651	112474
IV кв. 2006	159080	48588	209946	-2589	-8459	31262	212744	175522
I кв. 2007	139 444	42232	179613	1877	-8509	32085	192805	145200
II кв. 2007	166 869	50537	208380	-2638	-6328	35695	238965	164822
III кв. 2007	199 535	60431	260217	7752	-5404	38613	288751	185822
IV кв. 2007	214 883	65079	282051	-2306	-20927	40726	333791	258473
I кв. 2008	191 459	63072	239990	900	-22286	49347	290554	205894
II кв. 2008	236 033	77756	278927	8209	-19160	52208	318969	190111
III кв. 2008	276 451	91071	352684	22079	-12256	54727	384255	246032
IV кв. 2008	244 113	80418	376396	-16809	-22027	59339	444815	241392
I кв. 2009	189 028	65782	236588	-9579	-5898	54633	349455	315783
II кв. 2009	214 103	74508	258884	-10801	-1456	58143	318726	253144
III кв. 2009	250 306	87106	329751	11079	-1095	60041	377592	211773
IV кв. 2009	259 908	90448	333981	-2973	-6847	60889	392575	286571
I кв. 2010	217 286	73412	284675	-7964	-2445	61365	325543	160193
II кв. 2010	256 754	86746	321962	-4650	3311	69152	351250	398762
III кв. 2010	301 251	101780	423642	24970	-10539	68268	452416	481011
IV кв. 2010	307 278	103816	403851	-8740	-21906	71400	633154	497830
I кв. 2011	257 682	86176	350835	4038	-18551	69146	538803	441100
II кв. 2011	311 022	104015	400549	3884	-10657	75432	694337	344913
III кв. 2011	369 818	123678	531402	37896	-20511	75878	907328	624992

Продовження таблиці Г.1

	ВВП у фактичних цінах	Тіньовий сектор	Проміжне споживання	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	Чистий експорт	Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	Загальний обсяг операцій з валютою на готівковому ринку	Обсяг торгів на ринку цінних паперів
IV кв. 2011	363 557	121584	492696	-18104	-31229	76306	983040	736541
I кв. 2012	292 894	97241	364480	-5078	-19563	76183	796366	424419
II кв. 2012	347 842	115484	424912	8494	-32799	86711	935710	527531
III кв. 2012	389 213	129219	532745	23042	-25026	91887	1311338	623404
IV кв. 2012	381 289	126588	566360	-24133	-37095	86074	1511340	955516
I кв. 2013	302 864	99945	370658	-16368	-25761	86915	1027243	303547
II кв. 2013	353 025	116498	432115	-22670	-17265	90820	1102827	378391
III кв. 2013	394 731	130261	541776	22637	-42467	91838	1336821	566103
IV кв. 2013	404 311	133423	575961	-19704	-38270	99301	1700845	439849



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 Д

Таблиця Д.1 – Матриця парних кореляцій Пірсона грошових агрегатів зі складовими реального загального обсягу трансакційв Україні у 2003-2013 рр.

Реальні показники	M0	M1	M2	M3	ВВП	Проміжне споживання	Обсяг торгів на ринку цінних паперів	Обсяг операцій з іноземною валютою	Тіньовий сектор	Соціальні допомоги та інші поточні трансферти	Чистий експорт	Зміна запасів матеріальних оборотних коштів
M0	1,00	0,99	0,98	0,98	0,87	0,80	0,73	0,85	0,90	0,97	-0,78	-0,02
M1		1,00	0,99	0,99	0,90	0,82	0,74	0,86	0,92	0,97	-0,82	0,00
M2			1,00	1,00	0,89	0,82	0,73	0,86	0,91	0,97	-0,83	-0,04
M3				1,00	0,89	0,82	0,73	0,86	0,91	0,97	-0,84	-0,04
ВВП					1,00	0,96	0,78	0,86	0,99	0,89	-0,81	0,17
Проміжне споживання						1,00	0,80	0,85	0,95	0,81	-0,76	0,17
Обсяг торгів на ринку цінних паперів							1,00	0,98	0,80	0,73	-0,71	-0,00
Загальний обсяг операцій з валютою								1,00	0,88	0,85	-0,78	-0,00
Тіньовий сектор									1,00	0,91	-0,80	0,16
Соціальні допомоги та інші поточні трансферти										1,00	-0,83	-0,02
Чистий експорт											1,00	0,03
Зміна запасів матеріальних оборотних коштів												1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки.

Додаток Е

Таблиця Е.1 – Матриця парних кореляцій Пірсона грошових агрегатів з реальними показниками економічної активності в Україні у 2003-2013 рр.

Показники	M0	M1	M2	M3	ВВП	TVT	1+2	1+2+3	1+2+4	1+2-5	1+2-8	1+2+3+4	1+2+3-5	1+2+3-8	1+2+4-5	1+2-5-8	1+2+3+4-5	1+2+3+4-8	1+2+3-5-8	1+2+4-5-8	1+2+3+4-5-8	
M0	1,00	0,99	0,98	0,98	0,87	0,86	0,91	0,91	0,89	0,91	0,92	0,89	0,90	0,92	0,89	0,89	0,92	0,90	0,90	0,92	0,89	0,90
M1		1,00	0,99	0,99	0,90	0,87	0,93	0,93	0,91	0,94	0,94	0,91	0,92	0,94	0,91	0,91	0,94	0,91	0,91	0,94	0,91	0,91
M2			1,00	1,00	0,89	0,87	0,93	0,93	0,90	0,93	0,94	0,90	0,91	0,94	0,90	0,90	0,95	0,91	0,91	0,94	0,91	0,91
M3				1,00	0,89	0,87	0,93	0,93	0,90	0,94	0,94	0,90	0,91	0,94	0,90	0,90	0,96	0,91	0,90	0,94	0,90	0,91
ВВП					1,00	0,91	0,99	0,99	0,92	0,99	0,97	0,93	0,99	0,98	0,92	0,91	0,97	0,93	0,92	0,98	0,91	0,92
TVT						1,00	0,92	0,92	1,00	0,92	0,92	1,00	0,91	0,93	1,00	1,00	0,92	1,00	1,00	0,93	1,00	1,00
1+2							1,00	1,00	0,93	1,00	0,99	0,94	0,99	0,99	0,93	0,92	0,98	0,94	0,93	0,99	0,93	0,94
1+2+3								1,00	0,93	0,99	0,98	0,94	1,00	0,99	0,94	0,93	0,98	0,94	0,94	0,99	0,93	0,94
1+2+4									1,00	0,93	0,93	1,00	0,92	0,94	1,00	1,00	0,93	1,00	1,00	0,94	1,00	1,00
1+2-5										1,00	0,99	0,94	0,98	0,99	0,94	0,93	0,99	0,95	0,94	0,99	0,93	0,94
1+2-8											1,00	0,94	0,97	1,00	0,94	0,93	1,00	0,94	0,94	1,00	0,94	0,94
1+2+3+4												1,00	0,93	0,94	1,00	1,00	0,94	1,00	1,00	0,95	1,00	1,00
1+2+3-5													1,00	0,98	0,92	0,91	0,96	0,93	0,92	0,97	0,91	0,92
1+2+3-8														1,00	0,94	0,94	0,99	0,95	0,94	1,00	0,94	0,95
1+2+4-5															1,00	1,00	0,94	1,00	1,00	0,94	1,00	1,00
1+2+4-8																1,00	0,94	1,00	1,00	0,94	1,00	1,00
1+2-5-8																	1,00	0,94	0,94	1,00	0,94	0,95
1+2+3+4-5																		1,00	1,00	0,95	1,00	1,00
1+2+3+4-8																			1,00	0,95	1,00	1,00
1+2+3-5-8																				1,00	0,94	0,95
1+2+4-5-8																					1,00	1,00
1+2+3+4-5-8																						1,00

Примітка. При розрахунках використовувалися наступні умовні позначення: 1 – ВВП у фактичних цінах; 2 – соціальні допомоги та інші поточні трансферти; 3 – тіньовий сектор; 4 – загальний обсяг операцій з іноземною валютою; 5 – чистий експорт; 6 – проміжне споживання; 7 – обсяг торгів на ринку цінних паперів; 8 – зміна запасів матеріальних оборотних коштів.

Додаток Ж

Таблиця Ж.1 – Реакція значень парних кореляцій Пірсона грошових агрегатів з показниками платіжних інновацій в Україні у 2003-2013 рр. на застосування лагів предикторів

Грошові агрегати	Предиктори						
	Реальні обсяги овердрафту	Кількість активних платіжних карток	Кількість банкоматів	Кількість платіжних терміналів	Реальний обсяг операцій з використанням пластикових карток		
					усього	з отримання готівки	безготівкових платежів
Парні кореляції Пірсона							
M0	0,44	0,82	0,86	0,85	0,94	0,96	0,73
M1	0,49	0,83	0,83	0,83	0,96	0,98	0,77
M2	0,51	0,83	0,81	0,84	0,98	0,99	0,80
M3	0,52	0,84	0,81	0,84	0,98	0,99	0,80
<i>Середнє</i>	<i>0,49</i>	<i>0,83</i>	<i>0,83</i>	<i>0,84</i>	<i>0,96</i>	<i>0,98</i>	<i>0,78</i>
Абсолютне відхилення при t= -1 квартал							
M0	0,01	0,01	-0,03	-0,01	0,01	0,01	0,01
M1	-0,01	-0,01	-0,03	-0,02	0,00	0,00	0,01
M2	0,00	0,00	-0,03	-0,03	0,00	0,00	0,01
M3	-0,01	-0,01	-0,03	-0,03	0,00	0,00	0,01
<i>Середнє</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,03</i>	<i>-0,02</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,01</i>
Абсолютне відхилення при t= -2 квартали							
M0	0,03	0,02	0,05	0,08	0,02	0,01	0,01
M1	-0,02	-0,01	0,05	0,07	0,01	-0,01	0,01
M2	-0,01	-0,01	0,05	0,06	0,00	-0,01	0,01
M3	-0,01	-0,02	0,05	0,06	0,00	-0,01	0,01
<i>Середнє</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,05</i>	<i>0,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,01</i>
Абсолютне відхилення при t= -3 квартали							
M0	0,05	0,03	0,09	0,11	0,02	0,02	0,02
M1	-0,03	-0,02	0,10	0,10	0,00	-0,01	0,01
M2	-0,02	-0,02	0,10	0,09	-0,01	-0,02	0,01
M3	-0,03	-0,03	0,10	0,09	-0,01	-0,02	0,01
<i>Середнє</i>	<i>-0,01</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,09</i>	<i>0,10</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,01</i>
Абсолютне відхилення при t= -4 квартали							
M0	0,07	0,04	0,09	0,11	0,02	0,01	0,04
M1	-0,04	-0,03	0,11	0,10	-0,01	-0,03	0,04
M2	-0,04	-0,04	0,11	0,09	-0,02	-0,03	0,04
M3	-0,05	-0,04	0,11	0,09	-0,02	-0,04	0,03
<i>Середнє</i>	<i>-0,01</i>	<i>-0,02</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>-0,01</i>	<i>-0,02</i>	<i>0,04</i>

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05. Від'ємні відхилення свідчать про зниження тісноти зв'язку.

Додаток И

Таблиця И.1 – Вимірники основних факторів попиту на гроші

Фактор	Найбільш поширені проксі	Проксі, що тестувалися у даному дослідженні
Зміни в економічній активності	<ul style="list-style-type: none"> – реальний ВВП або ВВП; – індекси виробництва; – загальний обсяг трансакцій; – динаміка дебетових оборотів по рахунках до запитання; – реальний обсяг споживання; – наявний дохід; – особисті доходи (споживання + інвестиції); – кінцеві продажі (ВВП за мінусом запасів); – внутрішнє споживання (ВВП за мінусом чистого експорту) 	<ul style="list-style-type: none"> – реальний ВВП; – реальний наявний дохід; – реальний роздрібний товарооборот; – реальний випуск; – реальний загальний обсяг трансакцій та його модифікації; – компоненти реального загального обсягу трансакцій (проміжне споживання, обсяг торгів на ринку цінних паперів, загальний обсяг операцій з валютою, обсяг тіньового сектору, соціальні допомоги та інші поточні трансферти, чистий експорт, зміна запасів матеріальних оборотних коштів)
Рівень цін	<ul style="list-style-type: none"> – індекс споживчих цін; – індекси цін виробників; – індекс-дефлятор ВВП; – тренд у динаміці інфляції. 	<ul style="list-style-type: none"> – індекс споживчих цін; – індекси цін виробників промислової продукції.
Віддача від інвестицій у негрошові активи	<p>1) процентні ставки:</p> <ul style="list-style-type: none"> – середньозважена ставка процента (середнє з процентних ставок по ощадних вкладах і ставки інвестиційних фондів відкритого типу); – ставка за депозитами до запитання; – процентна ставка по строкових депозитах фізичних осіб; – процентна ставка за комерційними паперами (векселями), – процентна ставка на міжбанківському кредитному ринку; – номінальна процентна ставка за кредитами. <p>2) доходність обмінних операцій з іноземною валютою та банківськими металами;</p> <p>3) рентабельність трансакцій на ринку нерухомості.</p>	<p>1) процентні ставки:</p> <ul style="list-style-type: none"> – процентні ставки за новими кредитами резидентам в національній та іноземній валюті; – процентні ставки за новими кредитами домашнім господарствам в національній та іноземній валюті; – процентні ставки за новими депозитами резидентів в національній та іноземній валюті; – процентні ставки за новими депозитами фізичних осіб в національній та іноземній валюті; – середньозважена ставка за всіма інструментами НБУ; – середньозважена ставка на міжбанківському кредитному ринку; <p>2) доходність валютообмінних операцій:</p> <ul style="list-style-type: none"> – середньозважений курс USD/UAH на міжбанківському валютному ринку – базовий індекс курсу USD/UAH до грудня 2002 року
Рівень багатства	<ul style="list-style-type: none"> – реальні наявні доходи населення; – реальний обсяг споживання. 	<ul style="list-style-type: none"> – реальний наявний дохід населення; – реальний наявний дохід у розрахунку на одну особу; – реальна середня заробітна плата; – реальні витрати населення на придбання товарів та послуг

Платіжні інновації	<ul style="list-style-type: none"> – кількість емітованих банківських карт; – обсяг операцій з отримання готівкових грошових коштів з використанням банківських карт; – обсяг операцій з оплати товарів (робіт, послуг), здійснених використанням банківських карт; – кількість банкоматів. 	<ul style="list-style-type: none"> – реальні обсяги овердрафту; – кількість активних платіжних карток; – кількість банкоматів; – кількість платіжних терміналів; – реальний загальний обсяг операцій з використанням пластикових карток; – реальний обсяг безготівкових платежів з використанням пластикових карток; – реальний обсяг отримання готівки з використанням пластикових карток.
--------------------	---	--

Державний вищий навчальний заклад
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”



Додаток К

Таблиця К.1 – Матриця парних кореляцій Пірсона грошових агрегатів з основними вимірниками факторів попиту на грошів України у 2003-2013 рр.

Реальні показники	M0	M1	M2	M3	REAF _a	ІСЦ до грудня 2002	Ставка за новими кредитами резидентам в іноз. валюті	Середньозважений курс USD/UAH на МВБ	Реальна середня заробітна плата	Отримання готівки з пласт карт
M0	1,00	0,99	0,98	0,98	0,92	0,94	-0,77	0,77	0,96	0,96
M1		1,00	0,99	0,99	0,94	0,93	-0,78	0,73	0,98	0,98
M2			1,00	1,00	0,95	0,91	-0,77	0,71	0,99	0,99
M3				1,00	0,95	0,91	-0,77	0,70	0,99	0,99
REAF _a					1,00	0,81	-0,71	0,57	0,97	0,94
ІСЦ до грудня 2002						1,00	-0,86	0,90	0,89	0,91
Ставка за новими кредитами резидентам в іноз. валюті							1,00	-0,82	-0,79	-0,79
Середньозважений курс USD/UAH на МВБ								1,00	0,68	0,72
Реальна середня заробітна плата									1,00	0,98
Отримання готівки з пласт карт										1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.

Джерело: власні розрахунки.

"OF BANKING
 OF UKRAINE"

Довідки та акт про впровадження результатів дисертаційного дослідження



РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

01601 м. Київ, вул. Інститутська, 9

тел. 230-18-46, факс 230-18-56
e-mail: rada_nbu@bank.gov.ua

22.09.2014 № 10-04/53453

На № _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Костюку О. М.

Фахівцями Апарату Ради Національного банку України були розглянуті результати наукового дослідження Піонтковської Яніни Олександрівни на тему «Методичні засади формування рівноваги грошово-кредитного ринку України», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Результати дисертації щодо дослідження можливостей використання правила Тейлора з врахуванням спреду за державними облігаціями були використані в Апараті Ради НБУ для аналізу монетарної політики Національного банку України за 2013 рік та протягом січня-березня 2014 року.

Керівник Апарату Ради
Національного банку України

Яременко О. Л.

0000915

Державний вищий навчальний заклад
"Українська академія банківської справи
Національного банку України"
ЗАГАЛЬНИЙ ВІДДІЛ
25.09.2014 вх. № 14-016/2427



УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ

вул. Герасима Кондратьєва, 21, м. Суми, 40000, тел. (0542) 67-56-09
E-mail: info@sumy.bank.gov.ua Код ЄДРПОУ 09337304

27.03.2014 № 07.019/3085

На № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Костюку О.М.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Піонтковської Яніни Олександрівни

на тему: «Методичні засади формування рівноваги грошово-кредитного
ринку України»,
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Одним із основних завдань територіальних управлінь Національного банку України є аналіз грошово-кредитних відносин на відповідній території та їх прогнозування. Для вирішення даного завдання фахівцями управління Національного банку України в Сумській області можуть бути використані окремі положення та висновки наведені у дисертаційному дослідженні Піонтковської Яніни Олександрівни.

Розроблені автором науково-методичні підходи до моделювання взаємозв'язків між грошовими агрегатами та макроекономічними параметрами, а також між основними процентними ставками НБУ та рівноважними показниками реальної процентної ставки і реального ВВП, можуть бути застосовані для аналізу грошово-кредитних відносин на території Сумської області та прогнозування основних тенденцій їх розвитку.

0000378

Начальник Управління



О.В. Фоменко



**НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК
УКРАЇНИ**

вул. Інститутська, 9, м. Київ, 01601, Україна
тел. 253-38-22, факс 230-20-33, 253-77-50
телекс 131018 NBNK UX, 131251KIJ UX
e-mail: nbu@bank.gov.ua

**NATIONAL BANK
OF UKRAINE**

9, Institutska Str., Kyiv, 01601, Ukraine
phone 253-38-22, fax 230-20-33, 253-77-50,
telex 131018 NBNK UX, 131251KIJ UX
e-mail: nbu@bank.gov.ua

22.09.2014 № 87-008/53357

На № 20-005/2081 09.09.2014

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Костюку О.М.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями Генерального департаменту грошово-кредитної політики Національного банку України були розглянуті результати наукового дослідження Піонтковської Яніни Олександрівни на тему «Методичні засади формування рівноваги грошово-кредитного ринку України», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Дисертаційне дослідження Піонтковської Я.О. містить науково обґрунтовані результати щодо розробки методичних підходів до оцінки попиту на гроші в Україні.

Результати та висновки дисертаційного дослідження щодо обґрунтування системи показників для оцінки ключових факторів попиту на грошові кошти в Україні, а також щодо запропонованого показника реального загального обсягу трансакцій, який дозволяє більш точно оцінити трансакційний попит на гроші, використовуються Генеральним департаментом грошово-кредитної політики в процесі розробки проектів відповідних нормативно-правових актів Національного банку України у сфері грошово-кредитної політики.

1352973

Директор Генерального департаменту
грошово-кредитної політики

Щербакова О.А.

ЗАТВЕРДЖУЮ

Проректор Державного вищого
навчального закладу

«Українська академія банківської справи
Національного банку України». д.е.н., проф.



І.О. Шкільник

АКТ

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Піонтковської Яніни Олександрівни на тему:
«Методичні засади формування рівноваги грошово-кредитного ринку України»
у навчальний процес факультету банківських технологій
ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»
від 15.04.2014 р., м. Суми**

Акт складено комісією у складі:

Голова – декан факультету банківських технологій проф. Д'яконова І.І.

Члени комісії:

Завідувач кафедри банківської справи, проф. Васильєва Т.А.

професор кафедри банківської справи, проф. Сало І.В.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Піонтковської Яніни Олександрівни, представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, у навчальний процес факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Піонтковської Яніни Олександрівни «Методичні засади формування рівноваги грошово-кредитного ринку України».
2. Робочі програми навчальних дисциплін:
 - «Банківська система»: викладається для студентів ОКР «бакалавр» напряму підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит» (Банківські технології і процеси);

- «Гроші і кредит»: викладається для студентів ОКР «бакалавр» напряму підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит» (Банківські технології і процеси).
- 3. Навчально-методичні матеріали для вивчення зазначених вище дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено, що матеріали дисертаційного дослідження Піонтковської Я.О. використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін «Гроші і кредит» та «Банківська система». Застосування у навчальному процесі факультету банківських технологій ДВНЗ «УАБС НБУ» окремих положень дисертаційного дослідження Піонтковської Я.О. дозволяє поглибити теоретико-методичні основи зазначених дисциплін та сприяє підвищенню якості підготовки фахівців.

Голова:




І.І. Д'яконова

Члени:



Т.А. Васильсва



І.В. Сало